أجر دون أداء

الوعود الخاوية بشأن تعويضات المديرين

لوسيان بيبتشك

جيسي فريد

نقله إلى العربية

د. هاني الصالح



Original Title
Pay without Performance
The Unfulfilled Promise of Executive Compensation

Lucian Bebchuk and Jesse Fried

ISBN-10: 0674-02228-9
ISBN-13: 978-0-674-02228-7

ISBN 0 - 988 - 54 - 9960 - 978

الطبعة العربية الأولى 1432هـ ـ 2011م

الناشر العبيكان للنشر

المملكة العربية السعودية - شارع العليا العام - جنوب برج المملكة - عمارة الموسى للمكاتب
هاتف: 2937574/2937581، فاكس: 2937588 ص.ب: 67622 الرياض 11517

ح مكتبة العبيكان، 1431هـ
فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر
بيبتشك، لوسيان
أجر دون أداء./ لوسان بيبتشك؛ جيسي فريد؛ هاني الصالح.- الرياض 1431هـ
416ص؛ 16.5× 24سم
ردمك: 0 - 988 - 54 - 9960 - 978
1 - العمل والعمال - قوانين وتشريعات أ. فريد، جيسي (مؤلف مشارك)
ب. الصالح هاني (مترجم) ج. العنوان
ديوي: 344,01 1431 / 1771
رقم الإيداع: 1771 / 1431
ردمك: 0 - 988 - 54 - 9960 - 978

امتياز التوزيع شركة مكتبة العبيكان

المملكة العربية السعودية - العليا - تقاطع طريق الملك فهد مع شارع العروبة
هاتف: 4160018 /4654424 - فاكس: 4650129 ص. ب: 62807 الرياض 11595

المحتوى

تمهيد

هزت موجة فضائح الشركات التي اندلعت في أواخر العام 2001، الثقة في مجالس إدارة الشركات المسهمة العامة ولفتت الأنظار إلى العديد من مكامن الخطأ المحتملة في سياسات تعويضات المديرين. وهناك اليوم وعي عام لحقيقة أن مجالس الإدارة كثيراً ما كانت تتبنى ترتيبات تعويضات لا تخدم مصالح حملة الأسهم. ولكن لا يزال هناك خلاف حول طبيعة تلك المشكلات والإطار الذي ينبغي وضعها فيه، وكذلك أيضاً حول منابع تلك المشكلات، وبطبيعة الحال أيضاً حول سبل معالجتها.

يرى الكثيرون أن المخاوف التي أثيرت حول موضوع تعويضات المديرين مبالغ فيها. يعتقد بعض المراقبين أن ترتيبات التعويضات غير الموفقة قد انحصرت في عدد قليل من الشركات، وأن غالبية مجالس إدارة الشركات قد دأبت على ممارسة دورها على نحو فاعل فيما يخص عملية تحديد أجور المديرين. وبعضهم الآخر يقر بحقيقة الانتشار الواسع لعيوب ترتيبات التعويضات، لكنه يصر على أن تلك العيوب إنما نجمت عن أخطاء بريئة وحالات من سوء الفهم أو سوء التقدير من قبل مجالس الإدارة الساعية بطبيعة الحال إلى خدمة مصالح المسهمين. أما اليوم، على حد زعم هؤلاء، وبعد تشخيص تلك المشكلات، فمن المؤكد أن مجالس إدارة الشركات سوف تلتفت من تلقاء نفسها إلى معالجة تلك المشكلات وتلافي الأخطاء مستقبلاً.

هدفنا في هذا الكتاب هو أن نقنع القارئ بأن التعامل مع مشكلة تعويضات المديرين بهذه الدرجة من البساطة أمر غير مسوّغ. فأخطاء ترتيبات التعويضات قد اتسمت بالانتشار الواسع، والديمومة، والمنهجية، وهي إنما نشأت عن عيوب بنيوية في نظام حوكمة الشركات الذي يتيح للمديرين التمتع بقدر لا يستهان به من السلطة والنفوذ إزاء مجالس الإدارة. وبالنظر إلى سلطة المديرين ونفوذهم فإن من غير المتوقع أن يكون أعضاء مجالس الإدارة

قد سعوا فعلاً إلى الدخول في مساومة على مطال الذراع مع المديرين التنفيذيين بشأن تعويضات هؤلاء. وغياب التعامل الفاعل القائم على منطق مطال الذراع في ظل النظام الحالي لحوكمة الشركات -وليس الأخطاء العابرة أو زلات الحكم أو سوء التقدير- هو ما كان في حقيقة الأمر المنبع الرئيس لترتيبات التعويضات الإشكالية.

كذلك يهدف الكتاب أيضاً من منظور أكثر عمومية إلى الإسهام في تطوير فهم أفضل للمشكلات الأساسية التي تعتري نظام حوكمة الشركات الحالي. دراستنا لمسألة تعويضات المديرين تفتح نافذة نطل منها على مجالس الإدارة لاستكشاف إلى أي حد يمكننا فعلاً الاعتماد على مجلس إدارة الشركة بوصفه حارساً أميناً حريصاً على مصالح حملة الأسهم. نظامنا الحالي على صعيد حوكمة الشركات يعطي مجلس الإدارة سلطة كبيرة وصلاحيات واسعة، ويعتمد عليه اعتماداً كلياً في مراقبة أداء المديرين التنفيذيين والإشراف على عملهم. إذا ما انطلقنا من الاعتقاد السائد أن أعضاء مجالس الإدارة يؤدون مهامهم لما فيه خدمة مصالح المسهمين، فإن ترتيبات الحوكمة في شكلها الحالي -والذي يقوم على عزل مجالس الإدارة إلى حد بعيد عن دائرة تدخل المسهمين- تبدو ببساطة مسوَّغة ومقبولة. غير أن عملنا الذي نقدمه للقارئ في هذا الكتاب يثير الشكوك في صحة ذلك الاعتقاد وفي الحكمة من عزل المجلس عن حملة الأسهم.

عبر تقديم رؤية شاملة لمظاهر وأسباب إخفاق مجالس الإدارة في تأدية دورها المهم والحساس في حقل تعويضات المديرين، نأمل أن نسهم في دعم الجهود الرامية إلى تطوير سياسات التعويضات بوجه خاص ونظام حوكمة الشركات على نحو أكثر عمومية. إن فهم المنابع الحقيقية للمشكلات القائمة يمثل خطوة بالغة الأهمية على طريق الإصلاح. يقر بعض المراقبين اليوم بأن مجالس الإدارة لم تكن تولي الاهتمام الكافي لمصالح المسهمين، لكنهم يزعمون أن تعزيز دور الأعضاء المستقلين -وهو تطور تدعمه الشروط التي تبنتها أسواق الأوراق المالية في الآونة الأخيرة- من شأنه أن يجعل تلك المشكلات ضرباً من ذكريات الماضي. لكن الأمر ليس كذلك على الإطلاق! تحليلنا لواقع الشركات المسهمة العامة يشير بقوة إلى أن حل المشكلات التي أشرنا إليها آنفاً يقتضي جعل أعضاء مجلس الإدارة ليس فقط أكثر استقلالية عن نفوذ المديرين وأصحاب المناصب في الشركة، وإنما

أيضاً أكثر تبعية لحملة الأسهم. لذلك فإننا نقترح استكمال مسيرة الإصلاح عبر تبني بعض الإصلاحات الإضافية التي تهدف إلى تقليص العزل القائم بين مجالس الإدارة والمسهمين. وباعتقادنا فإن إجراء إصلاحات من هذا القبيل يجسد السبيل الأكثر فاعلية لدفع عجلة التطوير والتحسين قدماً إلى الأمام ليس فقط على صعيد تعويضات المديرين، وإنما أيضاً على صعيد حوكمة الشركات بصورة عامة.

يبني هذا الكتاب على قاعدة دراسة سابقة بعنوان «تعويضات المديرين في أميركا: قوة المديرين أم استخلاص المكاسب المجانية؟»، كنا قد أجريناها بالتعاون مع ديڤيد ووكر في العام 2001. وقد نشرت تلك الدراسة في العام 2002، في دورية القانون التي تصدر عن جامعة شيكاغو University of Chicago Law Review حاملة العنوان: «سلطة المديرين واستخلاص المكاسب المجانية في تصميم تعويضات المديرين». كذلك يستلهم الكتاب أيضاً من عمل آخر قام به مؤلفا الكتاب، حمل العنوان: «تعويضات المديرين بوصفها واحدة من مشكلات التوكيل»، ونشر في مجلة الآفاق الاقتصادية Journal of Economic Perspectives في صيف العام 2003. وكما ننوه في مواقع عديدة على امتداد فصول الكتاب، فإننا نستند أيضاً إلى العديد من أعمالنا السابقة الأخرى التي تناولنا فيها موضوع حوكمة الشركات.

عبر مشوارنا مع إعداد هذا الكتاب تلقينا مساعدات جمة نود أن نعبر لأصحابها هنا عن عميق شكرنا وامتناننا. نوجه أولاً شكراً خاصاً إلى عنوان ديڤيد ووكر، شريكنا في دراستنا السابقة التي قدمناها في العام 2001. عمل ديڤيد معنا في المرحلة الأولى من هذه الدراسة وقدم إسهاماً مهماً في دفعها قدماً إلى الأمام. في خريف العام 2000، دخل ديڤيد ميدان الممارسة العملية للعمل القانوني في رحلة تمتد إلى عامين كاملين، وقد اضطر تحت ضغط مقتضيات ذلك العمل إلى التوقف عن متابعة مشوار الدراسة والبحث الذي كنا قد بدأناه معاً. أحكامه الصائبة ورؤيته النافذة كان لها عظيم الأثر في دراستنا التي أنجزناها معاً في العام 2001، والحقيقة أننا قد افتقدنا تلك الرؤية والأحكام كثيراً بعد مغادرته قطار هذه الدراسة.

كذلك فإننا نود أن نعبر عن عميق شكرنا لأشخاص آخرين كثيرين على ما أمدونا به من مناقشات ثمينة ومن تعليقات بناءة، سواء فيما يخص مسوَّدات هذا الكتاب أو فيما يخص أعمالنا السابقة التي استندنا إليها في إعداد الكتاب. ونخص بالذكر مارك أبراموڤيتش،

بيتز أبلباوم، أدي أيال، فرانكلين بالوتي، أورن بار-غيل، ليزا بيرنستين، مارغريت بلير، ڤيكتور برادني، براين تشيفينس، ستيف تشوي، بوب كوتر، براد ديلونغ، ميل آيسنبيرغ، تشارلز إلسون، ألين فيريل، ميريت فوكس، جيف غوردون، ميتو غولاتي، دان هالبيرين، عساف حمداني، شارون هانيس، هنري هانسمان، باول هودجسون، مارسيل كاهان، لويس كابلو، إيرا كاي، راينر كراكمان، ستيوارت غيلان، مايكل ليڤين، سول ليڤمور، باتريك ماكغارن، بوب مونكس، كيڤن موري، ريتشارد بينتر، أدام بريتشارد، مارك روي، ديڤيد شيزر، ستيف شاڤيل، أندري شليفر، إريك تيلي، تيموثي تايلور، راندال توماس، ديتليف ڤاغتس، ستيف ڤوغل، مايكل واتشتر، مايكل والدمان، إيڤو ويلش، و ديڤيد يرماك.

ومن جهة أخرى فقد تلقينا أيضاً اقتراحات مفيدة جداً أثناء مشاركاتنا في المؤتمرات وورشات العمل المختلفة في العديد من الجامعات. نود أن نتوجه بالشكر إلى عموم الزملاء الذين شاركوا في تلك المناسبات في بولت هول، كلية هارفارد للقانون، كلية كينيدي للحوكمة في هارفارد، كلية الأعمال في هارفارد، الاتحاد الأمريكي لكليات القانون وقانون الأعمال - هيئة تعويضات المديرين، الندوة التي نظمتها كلية الأعمال في بيركلي حول «دور القانون في خلق القيمة طويلة الأجل لرأس المال المسهم»، وندوة دورية القانون في جامعة شيكاغو حول «إدارة وحكم مؤسسات الأعمال الحديثة».

كذلك فإننا مدينون بالشكر لعدد كبير من الباحثين المساعدين الذين قدموا لنا مساعدات جليلة كان لها دور مهم في إنجاز هذا العمل، ونخص بالذكر: أليكس آيزين، كريس باسيل، إيرين كارول، ميسان إيزابيل تشانغ، لابوڤ غيتمانسكي، ميراندا غونغ، نيكولاس هيكر، ماتيو هاين، راين كانتور، جيسون كنوت، كارين مارسيانو، ماتيو ماكديرموت، سيلينا ميدلين، دجيه ميتز، آرون مونيك، جيف ووغنر، و دان وولك. لمساعداتهم الثمينة ولتفانيهم في العمل البحثي نتوجه هنا بشكر خاص إلى مساعدينا الذين عملوا معنا أثناء مدة انشغالنا بإعداد الكتاب، وعلى وجه الخصوص إلى ميدلين برغيس، جولي جونسون، و أنيتا ساريت. نص الكتاب ما كان ليصل إلى ما هو عليه من الدقة لولا ما حظي به من العناية الفائقة في التحرير والتنقيح على يد أليكساندرا ماك - كورماك، جين مارتين، إميلي أوغدن، و موشي سبينوڤيتش.

نـود أن نتوجه بجزيـل الشكر إلى مركز جون إم. أولين للقانـون والاقتصاد والأعمال في كليـة هارفارد للقانون؛ كلية هارفارد للقانون؛ هيئة البحـث في بيركلي؛ وجمعية بولت هول، وذلـك للتكرم بتقـديم الدعم المالي اللازم لإنجـاز هذا العمل. لوسيـان بيبتشك يرغب في توجيـه شكر خاص إلى العميـد السابق روبرت كلارك والحالي إلينـا كاغان لكلية هارفارد للقانون، وكذلك أيضاً إلى بروفسور ستيف شاڤيل، مدير مركز أولين، لما تكرموا به جميعهم مـن دعم وتشجيع. كذلـك يرغب جيسي فريد في التعبير عن عميـق امتنانه لكل من هيرما هيل كاي، جون دوير، وروبرت بيرينغ، مديري مركز بولت هول الأسبق والسابق والحالي.

وأخـيراً فإننا ندين بعظيم الامتنـان لزوجتينا، ألما كوهين و ناؤمي فريد، اللتين قدمتا لنا منبعاً حيوياً لا ينضب للدعم، والنصيحة، والتفهم. أولادنا - ألون و يوناتان في حالة لوسيان، و جوشوا و أڤيتال و آيليت في حالة جيسي - ما كان لهم أن يبدوا تلك الدرجة من التفهم، لكن حلاوتهم قد أضافت إغناء كبيراً لحياتنا أثناء مدة عملنا على إنجاز هذا الكتاب.

حزيران/يونيو 2004



على صعيد الحكم فيما إذا كان عالم الشركات الأمريكية جاداً فعلاً في إصلاح نفسه يمكن القول إن أجور المدير العام لا تزال تمثل الاختبار الفاصل. والنتائج إلى اليوم ليست بالمشجعة.

وورين بوفيت، رسالة إلى حملة الأسهم في
بيركشاير هاذاويه المتحدة، شباط/فبراير 2004

مقدمة

هل المشكلة حقاً في بعض التفاحات العفنة، أم أنه الصندوق؟

كيم كلارك، عميد كلية الأعمال

في هارفارد، 2003

أثناء مدة الازدهار الطويلة التي شهدتها السوق في التسعينيات سجلت تعويضات المديرين التنفيذيين في الشركات المسهمة العامة -أي الشركات المطروحة أسهمها للتداول في أسواق الأوراق المالية- ارتفاعاً كبيراً أوصلها إلى مستويات غير مسبوقة. أثناء المدة الممتدة بين العام 1992 والعام 2000، تضاعف وسطي الأجر الحقيقي (المصحح بمراعاة التضخم) للمدير العام التنفيذي في الشركات المسجلة في دليل إس & بي 500 أكثر من أربع مرات متسلقاً من 3.5 مليون $ إلى 14.7 مليوناً $[1]. وقد كان للتعويضات القائمة على خيارات الأسهم حصة الأسد من ذلك الارتفاع، حيث تضاعفت قيمة خيارات الأسهم المقدمة للمديرين العامين تسع مرات أثناء المدة ذاتها[2]. وقد تجاوز نمو تعويضات المديرين بوضوح معدل نمو تعويضات باقي العاملين. في العام 1991، كان وسطي ما يتقاضاه المدير العام في الشركات الكبيرة يعادل على وجه التقريب 140 ضعفاً من أجر العامل المتوسط؛ في العام 2003، بلغت تلك النسبة نحو 500 إلى واحد[3].

وقد حظيت تعويضات المديرين منذ ذلك الحين بقدر كبير من الاهتمام بين صفوف المستثمرين، وخبراء الاقتصاد المالي، وكذلك أيضاً على صعيد الأطراف المعنية بتنظيم حركة السوق، والأوساط الإعلامية، وعامة المجتمع على وجه العموم. وكلما ازدادت تعويضات المديرين ارتفاعاً، ازداد معها ذلك الاهتمام حدة وسخونة. حتى إن حساباً قام به

أحـد الاقتصاديين بيّن أن ذلك النمو العنيف في أجـور المديرين أثناء التسعينيات قد رافقه نمو أعنف في عدد ورقات البحوث التي تناولت ذلك الموضوع[4].

كذلـك فـإن تعويضات المديرين قد شكلـت منذ زمن موضوعاً ساخنــاً مطروحاً بصورة دائمــة علــى طاولة النقاش. واجه ارتفــاع أجور المديرين كثيراً من النقــد من قبل الأوساط العامــة، وقد تعاظمت حملات النقــد أكثر وأكثر عقب فضائــح إدارة الشركات التي أخذت تطفــو علــى السطح في أواخر 2001. غـير أن التطور الذي شهدتــه تعويضات المديرين على مدى العقدين الماضيين كان له بالمقابل أيضاً أنصاره الذين دافعوا عنه بقوة وضراوة. ووفقاً لوجهة نظر هؤلاء فإن ترتيبات تعويضات المديرين، إذا ما غضضنا النظر عن بعض العثرات والنواقص وحالات إساءة استخدام السلطة، تمثل إلى حد بعيد حصيلة عمل قوى السوق من جهة وجهود مجالس الإدارة الموالية للمسهمين من جهة ثانية.

هدفنا الرئيس الذي نسعى إليه في هذا الكتاب هو أن نقدم صورة شاملة توضح كيف أن نفــوذ الجهاز التنفيذي وسلطته الواسعة هما العامل الأساسي المسؤول عن تشكيل تضاريس تعويضــات المديرين والوصول بها إلى شكلها الحالي. يقوم النموذج الذي يسيطر اليوم على رؤية خبراء الاقتصاد المالي لموضوع تعويضات المديرين على افتراض أن ترتيبات الأجور ما هي إلا ناتج طبيعي لمساومة على مطال الذراع – مساومة طرفها الأول المديرون الذين يحاولون أن يستأثــروا لأنفسهم بأكبر قــدر ممكن من المكاسب، والطرف الثاني مجالس الإدارة التي تسعــى إلى بلــوغ أقصى الممكن من منظور مصالح حملــة الأسهم. وقد شكل هذا الافتراض أيضــاً القاعدة التي قامت عليها أحكام قانون الشركات الناظمــة لمسألة التعويضات. لكننا ســوف نبيّن في فقرات هذا الكتاب أن عملية تحديــد الأجور في الشركات المسهمة العامة قد انحرفت بعيداً عن نموذج المساومة على مطال الذراع.

تحليلنا للمسألة يشير بقوة إلى أن نفوذ الجهاز التنفيذي قد لعب دوراً مفتاحياً في تشكيل ترتيبات أجور المديرين. وهذا الدور الكبير لنفوذ الجهاز التنفيذي من شأنه أن يفسر القسم الأكــبر من التضاريس الحاليــة لتعويضات المديرين. وهو يفســر بالفعل ممارسات ونماذج حيرت خبراء الاقتصاد المالي طويلاً في دراستهم لمسألة تعويضات المديرين.

نسعى في هذا الكتاب إلى الإسهام في بناء وعي أفضل لطبيعة الأخطاء التي تعتري ترتيبات التعويضات الحالية وآليات الحوكمة التي تخلق تلك الأخطاء. وبناء هذا النوع من الوعي أمرٌ ضروري جداً لمعالجة تلك المشكلات. سوف نبيّن أن الإصلاحات الأخيرة على صعيد حوكمة الشركات، التي تهدف إلى زيادة استقلالية مجلس الإدارة، من شأنها أن تحسن الأحوال بعض الشيء، غير أن الحاجة تبقى قائمة وملحة لإجراء الكثير من الإصلاحات الضرورية الأخرى. وسوف نعرض بعض الإصلاحات الممكنة التي من شأنها تقليص حجم المؤثرات المسؤولة عما اعترى تعويضات المديرين من تشويه، وذلك عبر زيادة مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة أمام حملة الأسهم.

الرؤية الرسمية ومظاهر قصورها

يناقش الجزء الأول من الكتاب عيوب الصورة الرسمية السائدة فيما يخص تعويضات المديرين. تفيد هذه الصورة، التي تشكل الأساس الذي تقوم عليه ترتيبات حوكمة الشركات في وجهها الحالي، بأن مجلس الإدارة يمد ذراعه على مطاله في تعامله مع المديرين التنفيذيين، ولا سيما فيما يخص القرارات المتعلقة بترتيبات أجور هؤلاء. وسعياً منهم إلى خدمة مصالح حملة الأسهم يعمد أعضاء مجلس الإدارة إلى تصميم ترتيبات التعويضات المجدية اقتصادياً التي تزود المديرين بحوافز تدفعهم إلى العمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم.

وقد شكل إدراك مدى تأثير المديرين في حجم وطبيعة الأجور التي يتقاضونها النقطة المركزية في حملات النقد التي تعرضت لها تعويضات المديرين، سواء في الأوساط الإعلامية أو بين صفوف الناشطين من حملة الأسهم[5]. وبالرغم من ذلك فإن المسلمة التي تقول إن مجالس الإدارة تتفاوض مع المديرين بشأن ترتيبات أجورهم على مطال ذراعها قد ظلت طويلاً، ولا تزال إلى اليوم، تمثل واحدة من المقدسات المركزية في عالم الشركات، وكذلك أيضاً في معظم البحوث التي تناولت تعويضات المديرين. يعتقد أنصار هذه الصورة الرسمية بأنها تعكس إلى حد بعيد الصورة الواقعية. وإذا ما وجدوا أنفسهم وجهاً لوجه أمام ممارسات تتناقض مع مسلمة التفاوض على مطال الذراع، فإنهم يجنحون إلى تفسير تلك الحالات الشاذة على أنها «تفاحات عفنة» لا تعكس الواقع الحقيقي للصندوق كله، أو

على أنها ناتجة ببساطة عن هفوات أو أخطاء آنية أو بعض وجوه سوء الفهم، التي ما إن يتم تشخيصها حتى يسارع مجلس الإدارة إلى تصحيحها وتلافي تكرار حدوثها في المستقبل.

تمثل هذه الصورة الرسمية على صعيد عالم الشركات القاعدة العملية التي تقوم عليها الأحكام القانونية التي تبنى عليها السياسات العامة. كما أنها تستخدم أيضاً لتسويغ قرارات مجلس الإدارة المتعلقة بالتعويضات أمام حملة الأسهم وصناع القرار والهيئات القضائية، حيث يجري تصوير تلك القرارات على أنها قد اتخذت من منظور خدمة مصالح حملة الأسهم، الأمر الذي يجعلها جديرة بالاحترام والتقدير.

ومسلمة المساومة على مطال الذراع التي تمثل عماد تلك الصورة الرسمية قد لقيت أيضاً قبولاً واسعاً في معظم الأعمال البحثية التي تناولت تعويضات المديرين. صحيح أن تأثير الجهاز التنفيذي على أعضاء مجلس الإدارة قد استرعى انتباه أولئك الذين كتبوا عن الموضوع من وجهة النظر القانونية أو التنظيمية أو الاجتماعية[6]، لكن معظم البحوث التي تناولت أجور المديرين (ولا سيما البحوث التجريبية) أجريت على يد خبراء الاقتصاد المالي، وقد كان لمسلمة المساومة على مطال الذراع دور أساسي في توجيه القسم الأكبر من أعمال هؤلاء. بعض الباحثين في مجال الاقتصاد المالي –سوف نتطرق لاحقاً إلى مناقشة أعمالهم– تحدثوا عن اكتشافات وصفوها بأنها لا تنسجم مع مبدأ التفاوض على مطال الذراع[7]. غير أن غالبية الأعمال في هذا الحقل قد افترضت أن مبدأ المساومة على مطال الذراع كان ببساطة سيد الموقف في تعامل مجالس الإدارة مع المديرين.

وفق النموذج السائد في عالم الاقتصاد المالي، والذي أسميناه هنا مبدأ «المساومة على مطال الذراع»، يجري تصوير مجلس الإدارة كما لو أنه يعتمد مد الذراع على مطالها في جميع تعاملاته مع الجهاز التنفيذي، ويسعى على الدوام إلى تعظيم قيمة رأس المال المسهم. والأطراف التي تتبنى فعلاً مبدأ مطال الذراع في تعاملاتها لديها بطبيعة الحال حوافزها القوية لتجنب العطاءات غير المجدية، التي من شأنها أن تقلص حجم الفطيرة المرجوة من ترتيبات التعاقد. ومن هنا فإن مبدأ التعاقد على مطال الذراع قد قاد الباحثين إلى الاعتقاد بأن ترتيبات تعويضات المديرين لا بد أن تؤدي بوجه أو بآخر إلى تعظيم القيمة، الأمر الذي

يفسر استخدامنا عبارة «التعاقد المجدي» أو «التعاقد المثالي» في سياق الحديث عن ذلك المبدأ في بعض من أعمالنا السابقة[8].

والباحثون في الاقتصاد المالي، النظريون منهم والتجريبيون، قد بذلوا جهوداً كبيرة ضمن إطار نموذج مطال الذراع في محاولات دؤوبة لتفسير ترتيبات التعويضات في شكلها العام الرائج اليوم وتفسير التباين في سياسات التعويضات بين الشركات المختلفة[9]. وبالفعل فإن هؤلاء الباحثين كانوا كلما وقعوا على ممارسات أو سياسات لا تتسق مع منطق الحوافز المجدية اقتصادياً، يجهدون أدمغتهم في استنباط الحلول العبقرية التي تعيد تلك السياسات إلى حظيرة الحوافز المجدية وتبتدع وسائل الربط الجديدة لخلق نوع من الصلة بين تلك السياسات من جهة ومبدأ التعاقد على مطال الذراع من جهة ثانية. أما السياسات التي استعصت على كل أشكال التفسير، فقد أعطاها الباحثون صفة «الظواهر الشاذة» أو «الألغاز»، ووضعوها جانباً على أمل أنها قد تختفي من تلقاء نفسها مع مرور الزمن، أو أن الأيام القادمة سوف تحمل معها حلولاً إضافية تسمح بتفسير تلك الظواهر ضمن إطار نموذج مطال الذراع.

لا شك أن الرواية الرسمية القائمة على مبدأ مطال الذراع جميلة ومرنة، فضلاً عن أنها تبعث في النفوس شعوراً بالطمأنينة. لكن هذا النموذج، كما يوضح الجزء الأول من هذا الكتاب، عاجز عن تفسير الواقع الحقيقي لتعويضات المديرين. أعضاء مجلس الإدارة كان لديهم على الدوام جملة من الحوافز الاقتصادية التي تدفعهم إلى تأييد الترتيبات التي تناسب أهواء مديري الدرجة الممتازة في الشركة، أو على الأقل إلى القبول بتلك الترتيبات ومسايرتها. كذلك فإن عوامل أخرى اجتماعية ونفسية كثيرة قد دفعت بأعضاء المجلس في هذا الاتجاه - كروابط الزمالة، والروح الجماعية، والدافع الطبيعي لتجنب أشكال النزاع ضمن فريق إدارة الشركة، بل في بعض الأحيان أيضاً علاقات الصداقة أو الولاء. وعلى الرغم من أن الكثيرين من أعضاء مجالس الإدارة يملكون أسهماً في شركاتهم، فإن دوافعهم المادية إلى معارضة الترتيبات التي تحابي المديرين كانت على الدوام أضعف جداً من أن تحدو بهم بالفعل إلى أن يسلكوا طريق المواجهة والصراع مع مديريهم العامين متحملين تبعات ذلك من أعباء ومتاعب شخصية منغصة إن لم نقل مكلفة. وأخيراً فإن الحدود

الواقعيـة الضيقة، من حيث الزمن وكذلك أيضاً من حيث مصادر المعلومات، قد جعلت من الصعب على أعضاء مجلس الإدارة، وحتى على أصحاب النوايا الحسنة بينهم، أن يمارسوا دورهم بالوجه المطلوب في عملية تحديد الأجور.

بعض الباحثين الذين كتبوا حول هذه المسألة، ذهبوا إلى الزعم بأن قوى السوق، حتى لو سلمنا بتعرض أعضاء مجالس الإدارة لتأثيرات كبيرة من جانب المديرين التنفيذيين، كفيلة بحـد ذاتها بإرغام كلا الطرفين، مجالس الإدارة والمديرين، على تبني ترتيبات التعويضات ذاتهـا التـي كانا سيصلان إليها لو سـارت الأمور وفق منطق التفاوض على مطال الذراع. غير أن تحليلنا للموقف يبين أن قوى السوق لا تتمتع بالدقة الكافية ولا بالقوة الكافية لفرض الترتيبات المطلوبة. صحيح أن بورصة رأس المال، وبورصة حكم الشركات، وبورصة المديرين وغيرهـا من قوى السوق، قد تفرض بعض القيـود على تعويضات المديرين. لكن هذه القيود غـير صارمة وغير ملزمـة؛ بمعنى أنها تترك هامشـاً عريضاً للتجـاوزات التي تنطوي على خروقات واضحة لمنطق التعاقد على مطال الذراع.

إن الرؤيـة الواقعية لجملة الحوافـز والظروف المحيطة بأعضـاء مجالس الإدارة تظهر بكل وضوح أن هناك الكثير من العوامل والدوافع التي تحدو بأعضاء المجالس إلى التصرف علـى نحو مغاير تماماً لما هـو متوقع بموجب مقتضيات نموذج مطـال الذراع. والإصلاحات الأخـيرة، كمـا في مثال شروط التسجيـل الجديدة في أسواق الأوراق الماليـة التي تسعى إلى تقييـد حرية المديرين العامين في توزيع المكافآت الماليـة على الأعضاء المستقلين في مجالس الإدارة، قد تفلح في إضعاف بعض من تلك العوامل، لكنها لن تتمكن من القضاء عليها. وإذا مـا اقتصر الأمر على هـذا القدر من الإصلاح فإن عملية تحديـد الأجور سوف تستمر بكل بساطة في انحرافها بعيداً عن نموذج مطال الذراع.

السلطة والأجر

بعـد أن نفـرغ من تحليل عيـوب النظـرة التقليدية التـي تفترض التفاوض على مطال الـذراع، ننتقل في الجزء الثاني من الكتاب إلى الرؤية التـي تنطلق من أن للجهاز التنفيذي نفوذاً كبيراً فيما يخص تحديد أجور المديرين. إن العوامل ذاتها التي تحد من جدوى نموذج

مطـال الـذراع تفيد في الوقت ذاتـه بأن المديرين قـد كان لهم تأثير كبـير في تحديد حجم الأجور التي يتقاضونها من شركاتهم. كثيراً ما شذت ترتيبات التعويضات عن إطار التفاوض علـى مطـال الذراع لأسباب مفادهـا أن أعضاء مجلس الإدارة قد تعرضـوا لتأثيرات معينة مـن قبل الجهاز التنفيذي، أو تأثـروا بأواصر الود التي تربطهـم بالمديرين، أو افتقروا إلى الحوافـز الحقيقية للمساومة علـى التعويضات، أو أنهم ببساطة لم يكونوا موفقين في تقدير الأبعـاد الفعليـة للتعويضات التي صدَّقوهـا. إن تأثير المديرين على أعضـاء مجلس الإدارة قـد مكنهم من الحصول على «مكاسب مجانيـة» – مكاسب أكبر بوضوح من تلك التي كانوا سيحصلون عليها في مساومة حقيقية على مطال الذراع.

بالرغـم من أن مديـري الدرجة الممتازة يتمتعـون بصورة عامة بقدر معـين من التأثير في مجالـس الإدارة، فـإن أبعاد ذلك التأثير تتعلق بجوانـب بنيوية عديدة في نظام الحوكمة الذي تعتمده الشركة. والرؤية القائمة على سلطة الجهاز التنفيذي تتنبأ بأن المديرين الذين يتمتعـون بقدر أكبر من السلطة إزاء مجالـس الإدارة، لا بد أن يتقاضوا أجوراً أكثر ارتفاعاً –أو أكـثر استقلالاً عن الأداء الذين يقدمونه– بالمقارنة مع نظرائهم الذين لا يمتلكون ذلك القـدر من السلطة. وبالفعل فإن هنـاك الكثير من الدلائـل التي تشير إلى أن أجور المديرين كانت أعلى وأكثر استقلالاً عن أدائهم كلما كان نفوذهم أوسع وسلطتهم أكبر.

هنالك بالطبع حدود للترتيبات التي يمكن أن يوافق عيها أعضاء المجلس، التي يمكن أن يسعى إليها المدير من قوى السوق، كبورصة حكم الشركات على سبيل المثال، قد تعاقب مجلس الإدارة إذا مـا قام بتمرير ترتيبات أجور تبدو مجحفة بصورة فاضحة. وقد يضطر أعضاء المجلس والمديرين في حالة كهذه إلى تحمل التبعات الاجتماعية التي قد تترتب على فعلتهم. غـير أن تلك القيود التي تفرضها قوى السوق والقوى الاجتماعية تبقى ويا للأسف بعيدة كل البعـد عـن القدر المطلوب من الشدة والحـزم، وتسمح بهامش واسـع للانحراف بعيداً عما يمليـه منطق التفاوض على مطال الذراع. إن تبنـي ترتيبات منحازة لصالح المديرين نادراً مـا تترتب عليه أي عواقب اقتصادية أو اجتماعية حقيقية، إلا إذا كانت تلك الترتيبات على درجـة غـير مسبوقة من الفساد، أو كانـت بعبارة أخرى من النوع الـذي لا يمكن تسويغه أو التغاضي عنه.

تجسد عواقب «السخط» ركناً مهماً في بنيان الصورة القائمة على سلطة الجهاز التنفيذي. عندما يقدم مجلس الإدارة على تمرير ترتيبات أجور تنطوي على محاباة واضحة للمديرين، فإن حدة العواقب الاقتصادية والاجتماعية التي قد تترتب على أعضاء المجلس والمديرين من جراء ذلك تتوقف بالدرجة الأولى على ردة الفعل التي تستثيرها تلك الترتيبات لدى بعض الأطراف الخارجية المعنية التي لا يقوى المديرون أو أعضاء المجلس على تجاهلها. إن ترتيباً يثير لدى الأطراف المعنية مشاعر السخط والاستياء من شأنه أن يضعف من تأييد حملة الأسهم لأصحاب المناصب على صعيد المنافسات الانتخابية وكذلك أيضاً على صعيد مواجهة عروض الاستيلاء. كذلك فإن السخط قد يدفع حملة الأسهم إلى ممارسة أشكال الضغط على المديرين وأعضاء المجلس، فضلاً عن أنه قد يحرج هؤلاء ويضر بسمعتهم. وكلما كبر حجم السخط المتوقع أن يثيره ترتيب معين من ترتيبات الأجور، كبر معه حجم الحرج الذي سيشعر به أعضاء المجلس لدى تمرير ذلك الترتيب، وتعاظم أيضاً حجم تردد المديرين في المطالبة بمثل ذلك الترتيب.

إن الدور المهم والحساس الذي يحتسب لطبيعة إدراك الأطراف الخارجية المعنية للترتيبات المتعلقة بتعويضات المديرين، والأهمية التي تحتسب لعواقب السخط، من شأنهما أن يفسرا الموقع المهم الذي يحظى به عنصر آخر، لم نأت على ذكره بعد، من عناصر الصورة القائمة على سلطة الجهاز التنفيذي: «التمويه». إن الحاجة إلى تقليص حجم السخط تخلق لدى مهندسي ترتيبات التعويضات دافعاً يحدو بهم إلى لف الحقائق المتعلقة بحجم التعويضات واستقلالها عن الأداء بالغموض من جهة، والاهتمام بتغطيتها من الناحية القانونية من جهة أخرى - أو بالأحرى، وبعبارة أكثر عمومية، إلى انتهاج سياسة التمويه. وهكذا فإن عنصر التمويه يسمح للمديرين بحصد مزيد من المكاسب على حساب حملة الأسهم. والأهم من ذلك أن محاولات التمويه قد تقود إلى تبني ترتيبات أجور غير مجدية من شأنها أن تضعف من حوافز المديرين وتؤثر من ثمَّ سلباً على أداء الشركة معرضة حملة الأسهم لخسائر كبيرة تفوق بوضوح الخسارة المباشرة الماثلة في التعويضات السخية بحد ذاتها.

سوف نسوق في الجزء الثاني من الكتاب أدلة تؤكد أن ترتيبات التعويضات كثيراً ما كانت تصمم وعين مصمميها على وسائل التمويه التي تسمح بإخفاء حجم المكاسب الحقيقية

وتخفيف حدة السخط. لقد عمدت الشركات على نحو منهجي إلى اتخاذ إجراءات تقلل من الشفافية فيما يخص القيمة الإجمالية لتعويضات المديرين ودرجة تحررها من قيود الارتباط بالأداء. وقد وجدت مصلحة المديرين في إحلال الضبابية محل الشفافية غطاءها الشرعي في العديد من سياسات التعويضات المصممة خصيصى لغرض التمويه، من شاكلة تقديم الإيرادات الإضافية بعد التقاعد، وترتيبات العقود الاستشارية، والتعويضات المؤجلة، وبرامج التقاعد، وقروض المديرين وغيرها. وبصورة عامة فإن دافع التمويه يبدي كفاية عالية في تفسير جوانب عديدة من تضاريس تعويضات المديرين ما كانت لتقبل أي تفسير آخر.

الأجر مقابل الأداء، والوعود الخاوية بشأن أجور المديرين

أولئك الذين صفقوا لارتفاع تعويضات المديرين ركزوا كثيراً على المكاسب التي ستعود على حملة الأسهم من جراء تعزيز حوافز المديرين على تعظيم قيمة رأس المال المسهم. وفي الواقع فقد عمد بعض من كبار أعلام الاقتصاد المالي في بداية التسعينيات، من شاكلة مايكل جينسن و كيفن موريفي، إلى الإلحاح في حض حملة الأسهم على إظهار مزيد من القبول حيال رزم التعويضات الضخمة التي ينتظر منها أن تزود المديرين بحوافز قوية تدفعهم إلى أداء أفضل[10]. وتبعاً لرؤية هؤلاء فإن حملة الأسهم مدعوون إلى الاهتمام بتزويد المديرين بحوافز تتمتع بما يكفي من القوة أكثر اهتمامهم بالمبالغ التي ستصرف على أجور المديرين.

وبالفعل فقد أبدى حملة الأسهم على مدى العقد الماضي تقبلاً كبيراً لارتفاع أجور المديرين بصفته ثمناً لا بد من دفعه من أجل تطوير حوافز الجهاز التنفيذي في الشركة. وقد جرى تصوير التعويضات المرتفعة على أنها شرط أساسي لتطوير حوافز المديرين؛ الأمر الذي يجعل منها استثماراً مربحاً في الاتجاه الصحيح. ولكن لسوء الحظ فإن القسم الأكبر من التعويضات الإضافية المقدمة للمديرين لم يكن مرتبطاً بأداء هؤلاء. وحملة الأسهم لم يحصلوا على مردود يتناسب مع التكاليف الإضافية التي تحملوها.

وكما نوضح في الجزء الثالث من الكتاب فإن المديرين قد وظفوا نفوذهم من أجل الحصول على تعويضات أعلى، وذلك عبر ترتيبات تعمدت فصل الأجر إلى حد بعيد عن

الأداء. لقد كان بمقدور الشركات أن تحقق الزيادة ذاتها في الحوافز بتكلفة أصغر جداً، أو أن توظف المبالغ المصروفة ذاتها للحصول على حوافز أكبر جداً. إن حساسية أجور المديرين لأدائهم أكبر جداً مما يفيد به الاعتقاد السائد بصورة عامة.

بالرغم من أن التعويضات القائمة على حقوق الملكية قد حظيت أخيراً بالقدر الأكبر من الاهتمام، فإن القسم الأكبر من أجور المديرين يأخذ أشكالاً أخرى غير حقوق الملكية، كالراتب والمكافآت على سبيل المثال. تشير الدلائل إلى أن التعويضات النقدية -بما فيها المكافآت الاستثنائية- كانت في أحسن أحوالها ضعيفة الصلة بمستوى أداء الشركة منسوباً إلى أداء الشركات النظيرة في حقل العمل المعني. كانت تلك التعويضات توزع بسخاء حتى على المديرين الذين يقدمون أداءً متواضعاً بالمقارنة مع نظرائهم في شركات الحقل الأخرى. وفضلاً عن ذلك فإن خبراء الاقتصاد المالي لم يعيروا اهتماماً كثيراً إلى الأشكال الأخرى للتعويضات التي لا تقوم على أساس حقوق الملكية التي دأب المديرون على تقاضيها بتواتر كبير. ومن أمثلة تلك التعويضات: القروض الميسرة، والرواتب التقاعدية، والتعويضات المؤجلة، ومختلف أشكال التسهيلات. تلك التعويضات التي لم تسترع الكثير من الانتباه، التي تأخذ في بعض الأحيان أبعاداً كبيرة جداً، لم تكن تتأثر إلا فيما ندر بواقع أداء الجهاز التنفيذي.

على ضوء تاريخ التعويضات القائمة على غير حقوق الملكية، والذي يشهد بضعف الرابط بينها وبين أداء الجهاز التنفيذي، فإن حملة الأسهم، وكذلك أيضاً منظمي حركة السوق، في سعيهم إلى جعل الأجور أكثر حساسية للأداء، قد وجهوا أنظارهم أكثر فأكثر نحو التعويضات القائمة على حقوق الملكية -التعويضات التي تستند إلى قيمة رأس مال الشركة- وأيَّدوا اعتماد هذا النوع من التعويضات. وقد أخذ القسم الأكبر من التعويضات القائمة على حقوق الملكية شكل «خيارات الأسهم» - خيارات تسمح بشراء عدد معين من أسهم الشركة بسعر محدد (سعر «الاستخدام»). إننا نؤيد بقوة التعويضات القائمة على حقوق الملكية التي يمكن أن تزود المديرين من حيث المبدأ بالحوافز المطلوبة. لكن لسوء الحظ فإن المديرين قد تمكنوا من استثمار نفوذهم في فرض ترتيبات خيارات تبتعد كثيراً عن منطق التعاقد على مطال الذراع، وذلك في الاتجاهات التي تناسب مصالحهم وأهواءهم. ونتائج تحليلنا تبيّن

أن برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية قد سمحت للمديرين بحصد مكافآت ثمينة حتى في حالات الأداء المتواضع أو الضعيف.

وعلى سبيل المثال فقد فشلت الشركات في فلترة ارتفاعات أسعار الأسهم التي تعود بالدرجة الأولى إلى توجهات عامة على صعيد حقل العمل المعني أو إلى تطورات عامة على صعيد السوق، التي لا فضل فيها على الإطلاق لأداء المديرين. فبالرغم من توفر طيف واسع من السبل والوسائل التي تسمح بفلترة هذا النوع من «ثمار المصادفة»، ظلت الغالبية العظمى من الشركات متمسكة ببرامج الخيارات التقليدية التي تضمن بقاء القسم الأكبر من تعويضات حقوق الملكية المقدمة للمديرين في معزل عن التأثر بأداء هؤلاء. وبالإضافة إلى ذلك فقد دأبت الشركات على إعطاء المديرين حرية واسعة للتصرف بما يقدم لهم خيارات وأسهماً، سياسة عادت على المديرين بالكثير من المكاسب والأرباح، وكلفت بالمقابل حملة الأسهم غالياً. ولسوء الحظ فإن معظم مجالس الإدارة التي تذهب اليوم إلى تغيير برامجها بخصوص التعويضات القائمة على حقوق الملكية استجابة لما تتعرض له من ضغوط خارجية، لا تزال تميل بوضوح إلى تجنب البرامج التي من شأنها أن تقضي كلياً على ثمار المصادفة تلك. والأدهى من ذلك أن تلك الشركات تتحول إلى برامج أخرى، من شاكلة البرامج القائمة على الأسهم المقيدة، عاجزة تماماً عن التخلص من ثمار المصادفة، بل إنها قد تزيد من احتمال تلك الثمار في بعض الأحيان.

انتقادات من نوع آخر تستهدف بدورها تعويضات المديرين

تواجه سياسات تعويضات المديرين أشكالاً كثيرة أخرى من النقد يستند بعضها إلى وجهات نظر إيديولوجية، بينما يتناول بعضها الآخر الموضوع من جانبه المنهجي. ومن المهم هنا أن نوضح منذ البداية أن نظرتنا إلى موضوع تعويضات المديرين تختلف جذرياً عن مجمل أشكال النقد الأخرى. وفي الواقع فإن مواقفنا تجاه بعض جوانب الموضوع أقرب إلى صف مؤيدي ترتيبات الأجور الحالية منها إلى صفوف بعض أشكال النقد الأخرى التي تحاول النيل من تلك الترتيبات.

في البداية هناك وجهة النظر «الأخلاقية» القائمة على «مبدأ العدالة» -وقد يشير إليها البعض باسم «وجهة النظر الشعبية»- التي تعارض من حيث المبدأ مسألة تضخم الأجور إلى ذلك الحد. وتبعاً لوجهة النظر هذه، وبغض النظر عن أي تداعيات عملية، فإن إعطاء المديرين أجوراً تصل إلى مئات أضعاف ما يتقاضاه غيرهم من الموظفين الآخرين هو أمر بعيد كل البعد عن معايير العدالة ولا يمكن قبوله في أي حال من الأحوال.

وانتقادنا لسياسات تعويضات المديرين لا ينبع على الإطلاق من وجهة النظر تلك. إن مقاربتنا للموضوع تنبع من رؤية براغماتية خالصة تولي اهتماماً كبيراً للتداعيات والنتائج، وهي مقاربة تركز بالدرجة الأولى على قيمة رأس المال المسهم وأداء الشركات (ومن ثمَّ أداء الاقتصاد ككل). إننا ما كنا لنعترض على تعويضات في مستوياتها الحالية أو حتى في مستويات أعلى من ذلك، لو أن تلك التعويضات كانت تخدم على نحو فعلي مصالح حملة الأسهم عبر ما تخلقه من حوافز. لكن ما يقلقنا هو أن ترتيبات التعويضات المعمول بها اليوم لا تحقق ذلك المعيار.

كذلك من المهم أيضاً أن نميز بوضوح موقفنا إزاء سياسات التعويضات من وجهة النظر التي تقول إن الحوافز المالية ليست على تلك الدرجة من الأهمية فيما يخص تحفيز مديري الدرجة الممتازة ومن ثمَّ فإن تعظيم قيمة رأس المال المسهم لا يستدعي على الإطلاق تقديم رزم ضخمة من الأجور. منذ منتصف القرن الماضي على أقل تقدير، ذهب بعض علماء النفس المتخصصين في عالم المال والأعمال إلى الزعم بأن مديري الشركات، الذين يتمتعون جميعهم بوضع مادي ممتاز أصلاً، يتحركون بالدرجة الأولى بفعل عوامل من شاكلة الحاجة إلى كسب مزيد من الاحترام، وتحقيق الذات، وما شابه ذلك[11]. وتبعاً لتلك الرؤية فإن «القوة المحركة الحقيقية التي تحفز المدير النموذجي ... لا تتجسد في المال، وإنما في ذلك الإحساس العميق بالسعادة الداخلية لأنه ينجز عملاً صعباً وشائكاً بإتقان واقتدار»[12]. وبموجب ذلك فإن زيادة حجم الأجور المقدمة لمديرين يتقاضون أصلاً أجوراً ممتازة، كما تقول حجة هؤلاء، لن يكون لها أي أثر على أداء أولئك المديرين، ولن تتعدى كونها ببساطة مضيعة لأموال حملة الأسهم.

وخلافاً لتلك الرؤية، فإننا نشاطر مؤيدي ترتيبات الأجور الحالية افتراضهم الذي يقول إن المديرين على اختلاف مشاربهم يتأثرون إلى حد بعيد بالحوافز المالية. إننا نتفق معهم على أن تقديم الأجور السخية بهدف خلق الحوافز الإيجابية المطلوبة قد يمثل بالفعل استراتيجية تعويضات ناجعة تخدم حقاً مصالح حملة الأهم. وفي الواقع فإن حقيقية أن المديرين (وكذلك أيضاً أعضاء مجالس الإدارة) يتأثرون بالحوافز المالية وأن لديهم مصلحة ملموسة في زيادة أجورهم، تلعب دوراً بالغ الأهمية في تحليلنا للموضوع. ما يقلقنا هو ببساطة أن المديرين قد استولوا جزئياً على «مكنة» التعويضات، الأمر الذي قاد إلى ترتيبات تعجز عن تزويد المديرين بالحوافز المطلوبة.

وأخيراً فإن من المفيد التأكيد على أن انتقادنا لترتيبات أجور المديرين لا يتركز مطلقاً على حجم التعويضات التي يتقاضاها المديرون. إن ارتفاع مستويات الأجور لا يعني بحد ذاته، من وجهة نظرنا، أن ترتيبات التعويضات تنحرف عن مبدأ التعاقد على مطال الذراع. واستنتاجنا بأن الانحراف عن ذلك المبدأ كان ولا يزال يمثل حالة عامة، يستند بالدرجة الأولى إلى تحليل موضوعي لعمليات تحديد الأجور، وكذلك أيضاً إلى دراسة دقيقة للبنية غير المجدية، والمشوَّهة، والضبابية التي تميز ترتيبات الأجور الحالية. وبالنسبة لنا فإن الدليل القاطع على سلطة المديرين فيما يخص الأجور لا يكمن في ارتفاع مستويات الأجور، وإنما في ظواهر مثل وجود تناسب واضح بين السلطة والأجر، والاستخدام المنهجي لسياسات التعويضات التي تسمح بالتعتيم على حجم الأجور ومدى حساسيتها للأداء، وكذلك أيضاً إغداق المكاسب دون مقابل على المديرين المغادرين.

حجم الرهان

ما هي درجة أهمية قضية أجور المديرين؟ ما الذي يجبر المرء على قراءة كتاب برمته حول هذا الموضوع؟ ربما يتساءل البعض فيما إذا كان لتعويضات المديرين أثر اقتصادي حقيقي على صعيد قطاع الشركات. وقد يذهب بعضهم إلى الزعم بأن المشكلات الكامنة في حقل تعويضات المديرين لا تملك أن تؤثر إلا على نحو طفيف فقط في إجمالي حسابات حملة الأسهم، ولذلك فإن تلك المشكلات هي بالدرجة الأولى ذات صفة رمزية.

لكن، حتى لو سلمنا جدلاً بأن الصفة الرمزية غير مهمة، فإن موضوع تعويضات المديرين يتمتع بأهمية عملية كبيرة بالنسبة لحملة الأسهم وكذلك أيضاً بالنسبة لصناع القرار ومهندسي السياسات. والأخطاء التي تعتري ترتيبات التعويضات تفرض تكاليف كبيرة على حملة الأسهم. في البداية هناك فائض الأجر الذي يحصل عليه المديرون بفضل ما يتمتعون به من سلطة ونفوذ، والمقصود هنا بفائض الأجر هو الفارق بين ما يتقاضاه المدير بفضل سلطته ونفوذه من جهة وما كان سيتقاضاه في ظل تعاقد على مطال الذراع من جهة ثانية. وتبعاً للنتائج التي يسعى يانيف غرنستين بالتعاون مع واحد من مؤلفي الكتاب إلى توثيقها على نحو مفصل في دراسة جارية[13]، فإن المبالغ التي تندرج ضمن إطار فائض الأجور لا يمكن على الإطلاق عدها «فكة عملة» (مبالغ زهيدة بخسة) بالنسبة لحملة الأسهم.

أثناء مدة خمس السنوات الممتدة من 1998 وحتى 2002، بلغت التعويضات المقدمة للمديرين الخمسة الأوائل في كل من الشركات المتضمنة في قاعدة بيانات المديرين الشهيرة إكسيكوكومب، مجموعةً على عموم الشركات المتضمنة في قاعدة البيانات والبالغ عددها 1500 شركة، قيمة إجمالية تقارب 100 مليار $ (مقاسة بدولار العام 2002). والقيمة الحالية المرسملة لمجموع تعويضات المديرين الخمسة الأوائل في عموم الشركات المسهمة العامة في الولايات المتحدة تمثل بدورها أيضاً قيمة كبيرة جداً. على مدى عشر السنوات الماضية واكب معدل نمو إجمالي تعويضات المديرين خطوة خطوة معدل نمو إجمالي القيمة المرسملة في عموم الشركات المسجلة في أسواق الأوراق المالية. وإذا ما فرضنا أن مجموع تعويضات المديرين سيتابع نموه بالتزامن مع إجمالي القيمة المرسملة في السوق، أو أن حصة المديرين في مجموع أرباح الشركات سوف تحافظ على مستوياتها الحالية، فإن القيمة الحالية المرسملة لمجموع تعويضات المديرين الخمسة الأوائل في عموم الشركات المسهمة العامة المسجلة في أسواق الأوراق المالية الأمريكية قد تبلغ ما يقارب نصف تريليون دولار. ولذلك فإن المكاسب التي ستعود على المستثمرين، إذا ما أمكن إيقاف نزيف التعويضات المفرطة دون إضعاف حوافز المديرين، لن تكون رمزية فقط، بل سيكون لها أهمية حقيقية من الناحية العملية.

وفضلاً عن ذلك، وربما أكثر منه أهمية، فإن تأثير المديرين في ترتيبات التعويضات يضعف الحوافز المتضمنة فيها ويعمل فيها التشويه. وبتقديرنا فإن انخفاض قيمة رأس المال

المسهم الناجم عـن ضعف الحوافز وتشوهها -وليس الانخفاض الناتج عن الارتفاع المفرط في أجور المديرين- قد يمثل الخسارة الأكبر التي يتحملها حملة الأسهم بفعل تأثير المديرين في ترتيبات التعويضات.

نناقش في تحليلنا مشكلتين اثنتين من مشكلات الحوافز التي دأبت ترتيبات التعويضات علـى تقديمها. المشكلة الأولى تتجسد في أن مـا قدمته ترتيبات التعويضات من حوافز لردع المديريـن عن التراخي والإهمال وحثهم علـى بذل مزيد من الجهد لتحسين قيمة رأس المال المسهم، كان ببساطة أضعف بوضوح مما يمكن تحقيقه في ظل تعاقد قائم على مبدأ مطال الـذراع. إن استقـلال كلا النوعين من تعويضات المديرين -القائمـة على غير حقوق الملكية وتلـك القائمة على حقـوق الملكية- عن الإسهـام الحقيقي لأولئك المديريـن في تطوير أداء الشركـة كان أكـبر كثيراً مما قد تفضي به النظرة السطحيـة العابرة. ولا شك في أن زيادة حساسية الأجور للأداء من شأنها أن تعود بمكاسب كبيرة على حملة الأسهم.

أمـا المشكلـة الثانية فتكمن في أن سياسـات التعويضات السائدة قد خلقـت أيضاً بعضاً من الحوافـز العكسية الشاذة. وعلى سبيل المثال فإن قـدرة المديرين على التصرف بحرية بالخيـارات والأسهم المقدمة لهم قد خلقت لديهم دوافـع شخصية حدت بهم إلى التلاعب بالنتائج، والتعتيم على الأخبـار السيئة، واختيار المشروعات والإستراتيجيات الأقل شفافية والأقـل انكشافاً على السوق. ومن هنا فإن تحسين برامج التعويضات من شأنه أن يعود على حملـة الأسهـم بفوائـد كبيرة عبر تقليص حجم الخسائر التـي يتحمَّلونها مـن جّراء تلك الممارسات الشاذة.

نظرة إلى الأمام

ننتقـل في الجزء الرابع مـن الكتاب إلى مناقشة بعض النتائج التـي يطالعنا بها تحليلنا على صعيد تعويضات المديرين وكذلك أيضاً على صعيد نظام حوكمة الشركات بصورة أكثر عمومية. في ظل الصعوبات التي تحول دون بناء علاقة قوامها مبدأ مطال الذراع بين مجالس الإدارة مـن جهـة والمديرين من جهة ثانية، تتضح أهمية أن يعمد حملة الأسهم إلى التدقيق والتمحيصـ في تعويضـات المديرين للتحقق من جـدوى ترتيبات الأجور المعمـول بها. يلقي

تحليلنـا الضوء على أنمـاط برامج التعويضات التي ينبغي على هيئـات المستثمرين دعمها. ومن أمثلة ذلك أن يعمد المستثمرون على سبيل المثال إلى الضغط على الشركات لدفعها إلى استخـدام برامـج تعويضات حقوق الملكية التي تضمن فلترة ثمـار المصادفة وعزلها جانباً، واتخـاذ التدابير الكفيلة بربط الأجـور بقوة بالأداء الذي يقدمه الجهـاز التنفيذي، ووضع حدود حقيقية لحرية المديرين في التصرف بحوافز الملكية المقدمة لهم.

لمـا كان الضغط والرقابـة الخارجيان يمثلان وسيلة ناجعة لكشف ما قد يقوم به الجهاز التنفيـذي مـن محـاولات لانتزاع المكاسـب لنفسه على حسـاب الشركة، فـإن تحليلنا يفيد بـأن ترتيبـات التعويضات يجب أن تكون علـى درجة عالية من الشفافيـة. لا يكفي أن تكون المعلومـات متاحة للعموم، وأن يكـون بمقدور فئة محدودة من المتخصصين ومحترفي السوق الوصـول إليها واستيعابها والإفـادة منها. بالنظر إلى أهميـة دور الأطراف الخارجية، من حيـث الإدراك وردود الأفعـال، وكذلك أيضـاً من حيث الرقابة والمتابعـة، يمكن الجزم بأن الشفافيـة تمثل عاملاً حاسماً فيما يخص الحـد من قدرة المديرين على التأثير في ترتيبات التعويضات وإعمال التشويه في مضامينها.

إن تطوير ترتيبات التعويضات لتصبح أكثر انسجاماً مع مبدأ التعاقد على مطال الذراع، والدفـع بمجالـس الإدارة لممارسة رقابة أكثر فاعلية علـى أداء المديرين بوجه عام، مهمتان أصعب كثيراً ممـا يعتقد الكثيرون. تفرض الإصلاحات التي تم تبنيها أخيراً على الشركات المسجلـة في أسواق الأوراق المالية الرئيسة (سـوق نيويورك للأوراق المالية، ناسداك، وسوق الأوراق المالية الأمريكية) أن يكون غالبية الأعضاء في مجالس إدارتها من الأعضاء المستقلين – أي مـن الأعضاء الذين لا يشغلون أي منصـب وظيفي آخر في الشركة ولا تربطهم بها أي علاقـة عمل أخرى. كذلك تفرض الإصلاحات الأخيرة على تلك الشـركات أيضاً أن تقوم بتشكيل لجان التعويضات ولجان الترشيح من الأعضاء المستقلين حصراً، وأن تطرح خطط التعويضـات القائمة علـى حقوق الملكية للتصويـت عليها من قبل عمـوم المسهمين. غير أن تحليلنـا يشير إلى أن تلك الإصلاحات، وبالرغم من أنها تحمل على الأرجح قدراً لا بأس به مـن الفائدة، لا يمكن الاعتمـاد عليها في سعينا إلى خلق علاقـة قوامها التعامل على مطال الذراع بين أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين، علاقة تشكل القاعدة الصلبة التي يقوم عليها نظامنا الجديد لحوكمة الشركات.

ما الذي ينبغي فعله إذاً؟ إذا أردنا دفع مجالس الإدارة إلى الاضطلاع بدورها الحساس بالشكل المطلوب، فإن علينا أن نركز ليس فقط على عزل أعضاء تلك المجالس عن دائرة نفوذ المديرين، وإنما أيضاً على ضرورة إضعاف العزل القائم حالياً بين أعضاء مجالس الإدارة من جهة وحملة الأسهم من جهة أخرى. فبينما ينبغي أن نقلص من تبعية أعضاء مجالس الإدارة للمديرين التنفيذيين، علينا في الوقت ذاته أن نسعى إلى زيادة تبعية أولئك الأعضاء لحملة الأسهم.

وحتى عندما يتكشف ضعف وبؤس أداء المجلس ويعمّ الاستياء بين صفوف المسهمين، فإن ما يواجهه أعضاء المجلس من تهديد لعضويتهم، سواء عبر منافسة انتخابية أو عبر صفقة استيلاء من قبل أحد المنافسين، لا يتعدى كونه تهديداً طفيفاً جداً. وهذا الوضع لا يجوز له أن يستمر بما ينطوي عليه من خلل في موازين القوى. إذا أردنا أن نحقق تحسيناً حقيقياً في أداء مجالس إدارة الشركات، فإن علينا أن نتخلص أولاً من الترتيبات التي تعطي أعضاء المجلس منعة في وجه محاولات الإقالة سواء أخذت تلك المحاولات شكل تحديات انتخابية أو شكل صفقات استيلاء. وإذا تعذر إلغاء تلك الترتيبات فإن علينا على الأقل أن نضعف من شأنها قدر المستطاع. وبالإضافة إلى ذلك لا يجوز أن تحتفظ مجالس الإدارة بحق النقض (الفيتو) -الذي يضمنه لها قانون الشركات الحالي- فيما يخص تغيير أو تعديل الترتيبات المتعلقة بنظام الحوكمة في ميثاق الشركة.

بالرغم من أننا نقدم في فصول الكتاب استعراضاً موجزاً لبعض النتائج التي خلصنا إليها في تحليلنا لمسألة تعويضات المديرين، فإن هذا الكتاب لا يهدف إلى تقديم مشروع تفصيلي للتغييرات المطلوبة على صعيد ترتيبات الأجور أو على صعيد نظام حوكمة الشركات. بل إن جل ما نسعى إليه في هذا الكتاب هو التركيز على بعض الخطوات الأولية المهمة والحساسة: إيضاح أن مجالس الإدارة، خلافاً للرؤية الرسمية حول تعويضات المديرين، لم تكن تتفاوض مع المديرين على مطال ذراعها فيما يخص أجورهم؛ وتوضيح كيف أن نفوذ المديرين وسعيهم وراء المكاسب الشخصية قد لعبا دوراً مهماً في تحديد معالم تعويضات هؤلاء؛ وتقديم دراسة وافية لما نتج عن ذلك من انحراف عن نموذج مطال الذراع وما تبعه من آثار سلبية ونتائج عكسية.

نحـن أمام حقل يمكـن فيه للإدراك الدقيق لحقيقة المشـكلات أن يساعد كثيراً في حلها أو التخفيـف مـن حدتها. إن قـدرة المديرين على التأثير في البنـى الناظمة لأجورهم تتوقف إلى حـد بعيد على إمكانية إخفاء ما قد يفرزه ذلك التأثير من تشوهات عن أعين المعنيين في السوق - ولا سيما المستثمرين المؤسساتيين. ومن هنا فإن استيضاح حقيقة أن سلطة الجهاز التنفيذي قد تخلق شذوذاً كبيراً عن صيغة التعاقد الفاعلة، يمثل بحد ذاته أداة ناجعة تضعف ببساطة من قدرة المديرين على تمويه مكاسبهم غير المستحقة وإخفائها عن الأعين.

إن معالجـة المشكلات التي نواجهها اليوم في نظـام حوكمة الشركات تقتضي بالضرورة إجراء إصلاحات بنيوية إضافية تتضمن إعادة النظر في موازين القوى بين مجالس الإدارة وحملـة الأسهـم. لإفساح المجال أمـام إصلاحات من هذا القبيل يجب علـى حملة الأسهم، وكذلـك أيضاً على الأطراف الرسمية المعنية بتنظيم حركـة السوق، التوجه أولاً نحو تطوير فهم أكثر دقة وشمولية لما تتصف به أخطاء نظام الحوكمة الحالي من المنهجية وعمق الأثر، ومـا يترتب على تلـك الأخطاء من تكاليف باهظة. والمساعدة علـى تطوير ذلك الفهم تمثل واحداً من الأهداف الرئيسة للكتاب الذي بين أيدينا.

الجزء الأول

الرؤية الرسمية ومظاهر قصورها

1 الرواية الرسمية

مجلس الإدارة هو الأداة الرقابية الكفيلة برصد ومتابعة أداء الجهاز التنفيذي، والمسؤولة أمام حملة الأسهم.

إيرا ميلستين، «مجلس الإدارة المحترف»، 1995

مـن المفيـد أن نستهل مشوارنا بتقديم توصيف موجز للصـورة «الرسمية» السائدة فيما يخصـ تعويضات المديرين – حيث تتفاوض مجالسـ الإدارة على مطال الذراع مع المديرين التنفيذيـين للاتفاق على ترتيبـات أجورهم بما يخدم مصالح المسهمين. تشكل هذه النظرة الأساس الذي يقوم عليه موقف قانون الشركات من تعويضات المديرين، كما أنها تساعد في شرعنـة ترتيبـات التعويضات وتعكس طبيعة التوجهات التي قـادت تلك الكتلة الضخمة من الأعمال البحثية حول موضوع تعويضات المديرين التي أدار دفتها خبراء الاقتصاد المالي.

مشكلة التوكيل

ينصـب تركيزنا في هذا الكتاب علـى الشركات المسهمة الأمريكيـة العامة (التي تطرح أسهمهـا للاكتتـاب العام) التـي لا تضم بين مسهميها مـن يملك قدراً مـن الأسهم يخوله التحكم بالشركة. هذه البنية الانتشارية للملكية هي البنية الأكثر شيوعاً في الولايات المتحدة، خلافـاً لحال العديد من الدول الأخـرى. يعد الاقتصاديان أدولف بيرل و غاردينر مينز أول من قام بتوثيق التشتت في مصالح حملة الأسهم عام 1932، في بحثهما الكلاسيكي «الشركة المسهمـة المعاصـرة والملكيـة الخاصة»[2]، ولا تزال بنيـة الملكية هذه إلى اليـوم البنية الأوسع انتشاراً بين الشركات المسهمة العامة في الولايات المتحدة الأمريكية.

إن حملـة الأسهم في شركة مسهمة عامة من هـذا النوع غير قادرين على مراقبة أعمال المديريـن أو التأثـير في وجهتهـا، الأمر الذي يعطي المديريـن الذين يتولـون إدارة الأعمال اليومية في الشركة هامشاً لا بأس به من الصلاحيات. تنفصل ملكية الشركة في هذه الحال إلى حد بعيد عن إدارتها. فحملة الأسهم يملكون الشركة، بينما يملك المديرون زمام التحكم إلى حد بعيد بتوجهات الشركة وأعمالها.

هذا الفصل بين ملكية الشركة وإدارتها يخلق ما يعرف في قاموس خبراء الاقتصاد المالي باسـم «علاقـة التوكيـل»: مديرو الشركـة يعملون وكلاء لحاملـي أسهمهـا. والموكلون (حملة الأسهم) غير قادرين على الجزم بأن الوكلاء (المديرين) سيتصرفون دوماً بما يخدم مصالح موكليهم على الوجه الأمثل. وبالنتيجة، فإن المديرين – الوكلاء، والذين لا تتطابق مصالحهم تماماً مع مصالح المسهمين – الموكلين، قد ينحرفون عن المسار الأمثل بالنسبة لحملة الأسهم. وهذه المشكلة تعرف باسم «مشكلة التوكيل»[3]. إن ابتعاد المديرين عن الاستراتيجيات الساعية لتحقيـق مصالح المسهمين قد يتضمن فيما يتضمنه سلوكاً «غير فاعل» – سلوكاً يلحق الضرر بالقيمـة الرأسماليـة للشركة. والخسائر التـي يمنى بها رأس مال الشركـة بفعل التباعد بين مصالح المديرين ومصالح حملة الأسهم يشار إليها باسم «تكاليف التوكيل».

ومشكلة التوكيل من شأنها أن تؤثر على طيف واسع من خيارات المديرين: كحجم الجهود التي يكلفون أنفسهم بذلها، وحجم التسهيلات التي يبيحون لأنفسهم الاستفادة منها، وجملة القـرارات الاستراتيجية والعملية التـي يتخذونها باسم الشركة. وفي كل من تلك الحالات لا يمكـن الجزم على الإطلاق بأن مصالح المديرين سوف تتطابق بالضرورة مع مصالح حملة الأسهم. لنأخذ على سبيل المثال مسألة الجهود التي يبذلها المديرون في عملهم. بالنظر إلى أن المديريـن يتحملـون على الصعيد الشخصـي تكلفة الجهد الذي يبذلونـه في عملهم، ولا يجنون إلا جزءاً محدوداً فقط من المنافع التي يعود بها عملهم على الشركة، فإنهم سيميلون بطبيعـة الحـال إلى توفير بعض الجهد علـى أنفسهم، والمجهود الـذي سيبذلونه لن يرتقي إلى الحـد المثالي الذي يضمن للشركة أكبر قدر ممكن مـن المكاسب. وبالمقابل، ونظراً لأن المديرين يجنون منافع مباشرة من التسهيلات المتاحة لهم ولا يتحملون إلا النزر اليسير من تكاليفها، فهم سوف يسعون إلى الاستفادة من أكبر قدر ممكن من تلك التسهيلات.

كذلك فإن مصالح المديرين الشخصية من شأنها أيضاً أن تؤثر سلباً على القرارات التي تخص حجم الشركة. فقد يميل المديرون التنفيذيون إلى تضخيم حجم الشركة، لما في ذلك من زيادة في هيبتهم، وفي التسهيلات المتاحة لهم، وفي تعويضاتهم وغيرها من المكاسب الشخصية الأخرى[4]. لما كان غالبية المديرين يعدون أنفسهم بالمزيد من المكاسب الشخصية إذا ما تسنى لأحدهم أن يتربع على عرش شركة أكبر وأضخم، فهم قد يذهبون إلى توسيع ممتلكات الشركة، أو حيازة شركات أخرى، أو القيام باستثمارات إضافية من شأنها أن تضر بقيمة حقوق الملكية. كذلك فهم قد لا يدركون ضرورة تضييق نطاق أعمال الشركة وإعادة ترتيب الأولويات عندما تعلو الأصوات المطالبة بتحجيم الشركة. وفضلاً عن ذلك فقد يعمد المديرين، بدافع تفادي انكماش الشركة أو بهدف توفير الإمكانيات اللازمة لتوسيع حجم الشركة مستقبلاً، إلى احتجاز فائض مالي كبير في الشركة بدلاً من توزيع ذلك الفائض على المسهمين، حتى لو لم يكن هنالك أي آفاق للفرص الاستثمارية الإضافية المربحة[5].

كذلك فإن مشكلات التوكيل من شأنها أن تؤثر أيضاً في العديد من القرارات الإدارية الأخرى. فالمديرون قد يميلون عموماً إلى إدارة الشركات بالسبل التي تضمن لهم إرضاء رغباتهم الشخصية، أو على الأقل بالسبل الأكثر انسجاماً مع توجهاتهم الشخصية، حتى لو كان ذلك على حساب مصالح حملة الأسهم. قد يذهب المدير إلى الاستثمار في مشروعات مشكوك بربحيتها لمجرد أنه يشعر بالميل نحو هذا المشروع أو ذاك، وقد يعجز عن اتخاذ بعض التدابير الضرورية إذا ما تعارضت مع مصالحه الشخصية، كأن يتقاعس عن تسريح بعض الموظفين المقصرين بسبب ما يربطه بهم من علاقات الصداقة على سبيل المثال.

وأخيراً فقد يتمسك المديرون بمناصبهم ويظل أحدهم قابضاً على دفة قيادة الشركة بالرغم من أنه لم يعد الشخص المناسب لتولي هذه المهمة[6]. وفي هذا السياق نجد أن المديرين كثيراً ما يرفضون عروض ضم مغرية تقدم لشركاتهم، أو يقفون في طريق محاولات استيلاء من شأنها أن ترفع قيمة رأس المال المسهم؛ لأنها قد تكلفهم مناصبهم. كذلك نجد أن المديرين يجنحون عادة إلى العمل على تعزيز التدابير التي تضمن لهم القدر الأكبر من الحصانة ضد خطر الاستبدال (كتبني تدابير وقائية ضد محاولات الاستيلاء على سبيل المثال).

مجلس الإدارة بصفته الحارس الأمين لمصالح المسهمين

تعترف النظرية الرسمية حول تعويضات المديرين بحقيقة وجود «مشكلة الـتوكيل» في الشركات المسهمة العامة التي تنفصل إدارتها عن ملكيتها. لكنها تفترض أن مشكلة التوكيل تلك تحظى بالعلاج المناسب على يد مجلس إدارة الشركة الذي يمارس رقابة محكمة وإشرافاً مباشراً على عمل المديرين. وفقاً لقانون الشركات فإن مسؤولية إدارة الشركة لا تقع ضمن سلطة المديرين التنفيذيين أو غيرهم من أصحاب المناصب، وإنما تنحصر في مجلس الإدارة دون سواه، والذي يفترض أن يشرف على إدارة أعمال الشركة وعلاقاتها كافة[7].

بالرغم من أن مجلس الإدارة يملك بالفعل السلطة الرسمية والصلاحيات اللازمة، إلا أن أعضاء المجلس لا ينتظر منهم أن يتدبروا إدارة الشركة بأنفسهم. فأعضاء مجلس الإدارة في الشركات المسهمة العامة لديهم أعمالهم الأخرى التي تستحوذ جل وقتهم، ولا تسمح لهم بالتفرغ للمهام المنوطة بالمجلس. فضلاً عن أن الكثيرين من أعضاء المجالس يجمعون في الوقت ذاته بين عضوية أكثر من مجلس في أكثر من شركة. لذلك فإن من الطبيعي أن يقوم أعضاء المجلس بإيكال إدارة عمليات الشركة إلى الجهاز التنفيذي بوجه عام، وإلى المدير العام على وجه الخصوص. وسلطة المجلس التي تخوله التدخل متى شاء كفيلة، وفق النظرية الرسمية، بأن تبقي المديرين على المسار السليم الذي يخدم مصالح الشركة. إن خطر تدخل مجلس الإدارة من شأنه أن يحد كثيراً من ميل المديرين نحو السياسات التي تخدم مصالحهم الشخصية، وأن يقلص بذلك حجم تكاليف التوكيل.[8]

ويفترض في أعضاء مجلس الإدارة، بعد اختيار المديرين التنفيذيين وتسليمهم مهامهم، أن يراقبوا أداء هؤلاء المديرين وأن يعمدوا إلى استبدالهم عند الضرورة. والقرارات المصيرية، من شاكلة قرار الرد على أحد عروض الضم، لا يمكن لها إلا أن تمر في نهاية المطاف عبر قنوات مجلس الإدارة الذي يتمتع بالسلطة المطلقة لقبول التوصيات المقدمة من الإدارة التنفيذية أو رفضها والتصرف وفق ما يراه مناسباً.

في أدائه لمهامه الإشرافية في الشركة يجب على مجلس الإدارة أن يتوجه بالدرجة الأولى نحو ما تقتضيه مصلحة الشركة ومصالح المسهمين. فأعضاء المجلس يحملون واجباً ائتمانياً

تجـاه الشركة وحملة الأسهم. وفضـلاً عن مسؤولياتهم المتعلقة بذلـك الواجب فإن أعضاء المجلس لديهـم أيضـاً دوافعهم الشخصيـة التي تحضهـم على خدمة مصالـح المسهمين. وإخفاقهم في ذلك قد يدفع بحملة الأسهم، تبعاً للاعتقاد السائد، إلى استبدال هذا المجلس عبر انتخاب قائمة جديدة من الأعضاء، أو عبر بيع أسهمهم لطرف خارجي يسعى للسيطرة على الشركة.

المساومة على مطال الذراع حول التعويضات

إذا مـا أخذنا بالحسبان مصلحة المديرين الطبيعية في بذل القليل وتقاضي المزيد، فإن من البديهي الاعتقاد بأن تخويل المديرين بتحديد أجورهم بأنفسهم سوف يرتب على الشركة تكاليـف توكيل ضخمـة. لذلك فإن القـرارات المتعلقة بتعويضات المديريـن تندرج في عداد المسؤوليات المنوطة مباشرة بمجلس الإدارة. وتبعاً للنظرية الرسمية حول تعويضات المديرين فـإن مجلس الإدارة يتفاوض مـع المديرين حول أجورهم على مطـال ذراعه واضعاً في ذلك نصـب عينيه مصالح الشركة وحملة الأسهم ولا شيء سواها. وهذا الاعتقاد يشكل الأساس الـذي يستند إليه قانـون الشركات في تعامله مع قرارات مجالـس الإدارة حول التعويضات. وانطلاقاً من اعتقادها الراسخ بأن أعضاء مجلس الإدارة يستخدمون صلاحياتهم في إدارة أعمال الشركة بما يخدم مصالح حملة الأسهم فإن الهيئات القضائية تميل عموماً إلى تأييد قرارات المجلـس في القضايا المتعلقة بالتعويضات. وكما عبرت محكمة ديلاوير العليا أخيراً فـإن «المسائـل المتعلقة بحجم وبنية تعويضـات المديرين هي بطبيعة الحـال مسائل حكمية» جديرة بأن تحظى «بعظيم الاحترام» لدى الهيئات القضائية[9].

والافتراض ذاته يمثل أيضاً القاعـدة الأساسية التي يقوم عليهـا ذلك الكم الهائل من الأعمـال البحثية التي خص بها باحثو الاقتصاد المالي موضوع تعويضات المديرين. يفترض النمـوذج الأكثر انتشاراً على صعيد أدبيات العلـوم الاقتصادية أن أعضاء مجالس الإدارة، في تفاوضهم حول مسألة التعويضات، يأخذون لأنفسهم مواقع مستقلة في مواجهة المديرين. ويحـاول ذلك النموذج إظهار المجلس كما لو أنه يسـاوم المديرين واضعاً نصب عينيه هدفاً وحيـداً لا ثاني له يتمثل في خدمة مصالح حملة الأسهـم وحسب. وقد عمد باحثو الاقتصاد المـالي، في محاولة منهم للوقوف على حقيقة السياسـات الناظمة لتعويضات المديرين، إلى

بذل قدر كبير من الجهد البحثي ضمن إطار نموذج المساومة على مطال الذراع[10]. حتى بعد موجة فضائح الشركات التي أخذت بالاندلاع مع أواخر العام 2001، ظل باحثو الاقتصاد المالي متمسكين بمنظور التعاقد على مطال الذراع بصفته العدسة الرئيسة التي ينبغي النظر إلى ترتيبات التعويضات عبرها.

التعاقد المجدي والأجر المرتبط بالأداء

ما هي العلامات المميزة التي يمكن أن يستدل بها على ترتيبات التعويضات المنبثقة عن مساومة على مطال الذراع بين المدير نفسه من جهة ومجلس إدارة يسعى بالفعل إلى تعظيم قيمة رأس المال المسهم من جهة أخرى؟ أولاً وقبل كل شيء لا بد للعقد من أن يقدم قيمة كافية تشجع المدير على قبول المنصب المعروض عليه والبقاء فيه. من هنا يجب على العقد أن يقدم مكاسب بقيمة تساوي أو تتجاوز القيمة المتضمنة في فرص العمل الأخرى المتاحة أمام ذلك المرشح لمنصب المدير («قيمة حجز» المدير).

وبالإضافة إلى ذلك، عندما يتفق البائع والشاري -بفرض أن كليهما عقلاني وكليهما حريص على مصالحه- على عقد صفقة ما، فإن عقد الاتفاق ينبغي أن يميل بطبيعة الحال إلى تجنب الشروط غير المجدية، أي الشروط التي تقلل من حجم المكاسب المنصوص عليها في العقد التي يشترك فيها طرفا الصفقة. لذلك فإن عقود التشغيل تسعى عادة إلى الإفادة من صنوف التعويضات المدعومة ضريبياً التي من شأنها أن تزيد الثروة الإجمالية للطرفين معاً، كما تسعى بالمقابل إلى تجنب أشكال التعويضات التي تفرض أعباء ضريبية إضافية وتقلل بذلك الثروة الإجمالية لكلا الطرفين. ومن هنا فقد وجد باحثو الاقتصاد المالي أنفسهم، في دراستهم لترتيبات التعويضات من منظور نموذج مطال الذراع، مضطرين إلى وصف بعض الشروط التي بدت غير مجدية بأنها محيرة حقاً، الأمر الذي دفعهم إلى متابعة السعي بشتى الوسائل إلى إيجاد منفذ يسوغ ربط تلك الشروط بتطورات محتملة كان من الممكن أن تؤدي إلى تعظيم القيمة في نهاية المطاف.

لقد اعتقد الاقتصاديون منذ زمن بعيد بأن عقود التعويضات المجدية ينبغي أن تربط الأجر بالأداء كي تمنح المديرين حوافز إيجابية تدفعهم إلى تقديم أفضل ما لديهم. وفي الحقيقة،

وتبعاً للنظرة الرسمية، فإن ترتيبات التعويضات تمثل أداة مهمة لتقليص تكاليف التوكيل، وحساسية مشكلة التوكيل تضاعف من ضرورة وأهمية التوظيف الفاعل لتلك الأداة.

إن أعضاء مجلس الإدارة لا يملكون عموماً لا الوقت الكافي ولا المعلومات اللازمة لرصد ومتابعة جميع الأعمال التي يقوم بها الجهاز التنفيذي والتأكد من أنها تصب جميعها في خدمة مصالح حملة الأسهم. ولذلك فإن من المهم جداً استمالة المدير العام إلى التركيز في عمله على مصالح المسهمين والابتعاد عن خيارات المصالح الشخصية الضيقة، ولا سيما إذا ما أخذنا بالحسبان الصلاحيات الواسعة المرتبطة بمنصب المدير العام الذي يمثل رأس الجهاز التنفيذي في الشركة. ومجلس الإدارة يستطيع بالفعل أن يؤثر في المدير العام ويضعه على سكة مصالح المسهمين عبر تصميم ترتيبات الأجور على النحو الذي يمنح المدير العام حوافز حقيقية للعمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم. ومن هنا فإن أصحاب النظرية الرسمية يذهبون إلى الزعم بأن برنامج التعويضات المدروس يمكن أن يسد الثغرة المتعلقة بعجز أعضاء المجلس عن متابعة وتقويم الكثير من القرارات التي يتخذها كبار المديرين في الشركة. برنامج الأجور المدروس بعناية يمكن أن يحقق إنجازات كبيرة من حيث خفض تكاليف التوكيل، وتحسين الأداء، وتعظيم قيمة رأس المال المسهم[11].

غير أن ربط التعويضات بالأداء قد يتطلب من الشركة الاستعداد لرفع مستوى تعويضات المديرين؛ لأن الأجر الحساس للأداء أقل جاذبية في أعين المديرين من الأجر الثابت المماثل له من حيث القيمة المتوقعة؛ ولأن أداء الشركة سوف يتعلق ببعض العوامل المستقبلية الخارجة عن سيطرة المدير فإن ربط الأجر بالأداء يجعل مستوى التعويضات عرضة لبعض المخاطرة. والمديرون يميلون عموماً إلى تجنب المخاطرة - وهم يقوّمون الدولار الواحد مضمون الدفع بأعلى مما يقوّمون أجراً متغيراً قيمته المتوقعة دولار واحد (فرصة لكسب دولارين اثنين احتمالها 50 بالمئة على سبيل المثال). والنفور من المخاطرة يقلل من قيمة التعويضات القائمة على أساس الأداء بالنسبة للمديرين. وبتثبيت جميع العوامل الأخرى فإن على الشركة أن تقدم في حالة التعويضات القائمة على أساس الأداء قيمة إجمالية تتجاوز بوضوح قيمة التعويضات الثابتة اللازمة لتغطية «قيمة حجز» المديرين المعنيين. وطالما أن حوافز المديرين تتمتع بدرجة كبيرة من الأهمية، فإن العقد المجدي ينبغي أن يقدم جزءاً رئيساً

مـن تعويضاته بأشكال تحفز إلى تحسين الأداء وتكافئ على الأداء الجيد. ولهذا السبب فقد ذهب الاقتصاديون منذ زمن بعيد إلى التأكيد على أهمية زيادة حساسية الأجر للأداء[12].

وفي الحقيقـة فـإن مردود الحوافز المتضمنـة في الأجر القائم على أسـاس الأداء قد يكون كبـيراً إلى الحد الـذي يجعل من مصلحة حملـة الأسهم أن يقدموا لمديريهـم تعويضات تفوق بوضـوح «قيمة الحجز» اللازمة لاجتذابهم إلى الشركة وإبقائهم فيها. إن من المجدي أن تقدم الشركة 1,000,000 $ إضافية تعويضاتٍ قائمة على أساس الأداء، إذا كانت الحوافز الإضافية التـي ستخلقهـا هذه القيمة ستنعكس علـى أداء المديرين على نحو ينتظر منـه أن يزيد القيمة الرأسماليـة للشركـة بأكثر من 1,000,000 $. غير أن من المهم جـداً هنا التركيز على أن هذه الزيـادة في التعويضات خارج حدود «قيمة حجز» المديرين لا يمكن لها أن تنعكس بما يصب في خدمة مصالح حملة الأسهم إلا إذا قدمت على شكل تعويضات قائمة على أساس الأداء.

إن من المفيد أن نركز، في اختبارنا للواقع العملي ومدى انسجامه مع نظرية التعاقد على مطال الذراع، على بنية تعويضات المديرين وليس على حجم تلك التعويضات. لما كان مجلس الإدارة الساعي إلى تعظيم قيمة رأس المال المسهم قد يعمد إلى رفع مستوى التعويضات أملاً في تعزيز حوافز الأداء، فإن ارتفاع مستوى التعويضات بحد ذاته لا يعكس بالضرورة انحرافاً عـن مبدأ التعاقد علـى مطال الذراع. غير أنه ما من سبب يجعلنـا نتوقع من مجالس إدارة الشـركات، من منظور التعاقد على مطال الذراع، ذلك إصـرار واسع النطاق على التمسك بترتيبـات تعويضـات غير مجدية تجزي المديريـن بطرق لا تعود على الشركـة بأي مكاسب بفعل ما تنطوي عليه من العوامل المشوهة للحوافز وغيرها. ولذلك فإن الإثبات العملي على أن تلـك الترتيبـات غير المجدية منتشرة ومتأصلة على نطـاق واسع من شأنه أن يقدم دلالة أكـثر قوة ووضوحاً على مظاهر انحراف الواقع العملي عن نموذج مطال الذراع من مختلف الدلالات المستمدة من حجم التعويضات بحد ذاته.

إنها السوق

كثـيراً ما يحاول المدافعون عن سياسات التعويضـات السائدة بناء حججهم على قاعدة التناظـر المزعـوم مـع أسواق المواهـب الأخرى. وعلـى سبيل المثـال فقد ذهبـت مستشارة

التعويضات الشهيرة إيرا كاي، في شهادة لها أمام لجنة من مجلس الشيوخ الأميركي، إلى دعم شهادتها بحجة مفادها «أن سوق عمل المديرين العامين تحقق جميع معايير السوق، شأنها في ذلك شأن أي من أسواق العمل الأخرى»[14]. وفقاً لهذه الرؤية فإن ترتيبات التعويضات ما هي إلا الناتج الطبيعي لقوى السوق المتضاربة، أي محصلة قوى العرض والطلب على المهارات الإدارية. وترتيبات تعويضات المديرين التي تفرزها قوى السوق وفق تلك الآلية الطبيعية ليست بأكثر إشكالية، تبعاً لهذه الحجة، ولا هي أكثر مدعاة للشك من ترتيبات التعويضات التي يحصل عليها بعض الأفراد ذوي الدخول المرتفعة من شاكلة نجوم الرياضة أو مشاهير الممثلين.

هل يمكن تشبيه المديرين العامين بنجوم الرياضة؟

غير أن الآلية التي تفرز تعويضات شخص مثل أونيل تختلف جذرياً عن تلك التي تفرز تعويضات شخص مثل مدير عام شركة ديسني مايكل آيسنر على سبيل المثال. وأولئك الذين يستحضرون مقاربة السوق يستندون في حجتهم ضمناً إلى فرضية المساومة على مطال الذراع، التي تصح في حالة نجوم الرياضة ولا تصح البتة في حالة المديرين العامين. لدى تحديد ترتيبات تعويضات نجم من نجوم الرياضة ليس هناك ما يدعو إلى التشكيك في أن مدير أعمال النادي يتفاوض مع ذلك النجم على مطال ذراعه. فمدير أعمال النادي يسعى بكل شفافية إلى خدمة مصالح النادي وليس مصالح هذا اللاعب أو ذاك. وعند انعقاد صفقة ما بين الشاري والبائع المستقلين تماماً أحدهما عن الآخر فإن اليد الخفية لقوى السوق تعمل عادة على خلق ترتيبات مجدية لكلا الطرفين.

وبالفعل فإن من المفيد أن نلحظ هنا أن ترتيبات تعويضات نجوم الرياضة، بالرغم من ارتفاع تلك التعويضات إلى حد يتجاوز بوضوح وسطي تعويضات المدير العام في الشركات المسجلة في دليل إس & بي 500، لا تبدي أياً من مظاهر اللاجدوى التي تزخر بها ترتيبات تعويضات المديرين الحالية بفعل ما يتمتع به هؤلاء من سلطة ونفوذ. فالنادي لا يجد لديه، بعد إتمام التفاوض على رزمة تعويضات نجمه الجديد، ما يدعو إلى محاولة تمويه حجم تلك التعويضات أو تمرير قسم منها عبر ترتيبات مصممة خصيصى لغرض التعتيم على القيمة المستحقة أو الالتفاف عليها. وبينما يتقاضى الرياضيون أجوراً سخية أثناء مدة

العقـد، فإن النوادي لا تقدم لهم عموماً أي وجه من وجوه التعويضات الضخمة خارج حدود تلـك المدة، فلا هـي تمنحهم العطـاءات السخية لـدى التقاعد، ولا تقدم لهـم التسهيلات المجزيـة لمدة ما بعد التقاعد. كذلك فإن النوادي لا تقدم للرياضيين عموماً أياً من ترتيبات التعويضـات المؤجلـة التي تتسـم بدرجة عالية مـن التعقيد التي تلجأ إليهـا الشركات عامة لإخفاء القيمة الإجمالية للتعويضات. وعندما يقرر النادي التخلي عن أحد اللاعبين فإنه لا يقدم له عادة أي عطاءات مجانية فوق استحقاقاته المنصوص عليها في العقد. كما سنشاهد أثناء مشوارنا مع فصول هذا الكتاب فإن هذه الممارسات جميعها تندرج في عداد السياسات الرائجـة على صعيد تعويضات المديرين. لذلـك لا يسعنا إلا أن نختم هذه المناقشة بالتأكيد على أن المديرين لا يمكن تشبيههم في أي حال من الأحوال بنجوم الرياضة.

هل يجوز القول إن غالبية المديرين يتقاضون أجوراً مفرطة؟

كذلك يسوق المدافعون عن ترتيبات الأجور الحالية حجة أخرى مفادها أن السبيل الوحيد للحكم فيما إذا كان فرد ما يتقاضى أجراً مفرطاً إنما يمر عبر المقارنة مع التعويضات التي يتقاضاها نظراؤه في السوق المعنية. إن من غير الممكن الحكم على ترتيبات تعويضات بعينها، وفـق مـا تقوله هذه الحجة، خارج سياق السوق الخاصة التـي بعثت فيها تلك الترتيبات إلى الوجود. وتبعاً لهذه الرؤية فإن من غير المنطقي، بحكم التعريف، الزعم إن غالبية المديرين يتقاضون أجوراً مفرطة. وفضلاً عن ذلك فإن هذه الرؤية تنبئنا أيضاً بعدم جواز النظر إلى ترتيبات التعويضات كترتيبات إشكالية طالما أن مجالس الإدارة تستخدم نتائج استطلاعات السـوق لتحدد تعويضات مديريها بما يتسق مـع ما يتقاضاه نظراؤهم من مديري الشركات المسهمة العامة الأخرى.

صحيـح أن مـن غير الممكن، بالتعريـف، أن يتقاضـى غالبية المديريـن تعويضات تفوق القيمة الوسطى لتعويضات المديرين في مجموعة الشركات النظيرة المعنية، غير أن مجالس الإدارة الساعيـة إلى خدمة مصالح شركاتها علـى مطال ذراعها ينبغي ألا تقف عند حدود التأكيد على أن التعويضات التي أقرتها قابلة للتسويغ كونها تتسق عموماً مع مستويات الأجور السائـدة في السوق. إن مجالس الإدارة التي تتصرف فعـلاً على مطال ذراعها يفترض بها

أن تبذل أقصى جهدها، في مواجهة الظروف العامة التي تفرضها السوق، من أجل تحقيق أفضل الممكن بالنسبة لحملة الأسهم.

وفضلاً عن ذلك، وفي ظل غياب الآليات التي تضمن المساومة على مطال الذراع، فإن القلق بشأن ترتيبات تعويضات المديرين يصعب تنحيته جانباً بهذه البساطة عبر التأكيد على أن جميع المديرين يحصلون على رزم تعويضات متشابهة فيما بينها. فغياب المساومة على مطال الذراع قد يعني في هذه الحالة أن المديرين جميعهم يتقاضون أجوراً مفرطة أو يتقاضون أجورهم بأشكال غير مجدية. وفي سوق كتلك تسود مستويات أجور أعلى بوضوح من المستويات التي كانت لتسود لو كانت معالم السوق تتحدد بالفعل عبر المساومات على مطال الذراع. وهكذا، وعندما تكون السوق بأكملها عرضة للتشويه نتيجة غياب المساومة على مطال الذراع، فإن الانسجام مع معايير السوق لا يكفي على الإطلاق لتبديد المخاوف والقلق بشأن حجم وبنية التعويضات المقدمة للمديرين.

وأخيراً يمكن القول إن صحة الحجج القائمة على ضرورة احترام جميع المعطيات التي تفرزها السوق تتوقف إلى حد بعيد على ما إذا كانت تلك المعطيات ناتجة بالفعل في المقام الأول عن تفاوضات على مطال الذراع بين مديرين يعرضون خدماتهم ومواهبهم من جهة، وطرف آخر حريص على صون مصالحه يرغب في شراء تلك الخدمات والمواهب من جهة أخرى. والسؤال الجوهري الذي سنوليه اهتمامنا في الفصل القادم هو ما إذا كان نموذج مطال الذراع يعكس بقدر كاف من الدقة حقيقة الواقع العملي للشركات المسهمة العامة.

2 هل كانت مجالس الإدارة تساوم المديرين على مطال ذراعها؟

أعضاء مجالس إدارة الشركات المسهمة، بصفتهم أوصياء على أموال أناس آخرين وليس على أموال تخصهم شخصياً ... لا يمكن أن ننتظر منهم ... حماية تلك الأموال بالقدر ذاته من اليقظة والحرص [الذي نتوقعه من أصحاب الأموال أنفسهم].

آدم سميث، 1776

تقر وجهة النظر التي تفترض التعاقد على مطال الذراع أن المديرين ليسوا معنيين تلقائياً بخدمة مصالح حملة الأسهم، وتعترف بأن المديرين قد يسلكون سبلاً تلائم مصالحهم الشخصية على حساب مصالح شركاتهم – وهو توجه يفترض أن تتكفل الحوافز المناسبة والرقابة اللصيقة من قبل مجلس الإدارة بكبح جماحه. غير أن نموذج مطال الذراع يفترض ضمناً أن أعضاء مجالس إدارة الشركات، خلافاً للمديرين التنفيذيين، جديرون بالثقة وأنهم معنيون بطبيعة الحال بخدمة مصالح المسهمين.

إذا انطلقنا من أن المديرين لن يسعوا بالفطرة إلى تعظيم قيمة رأس المال المسهم، فما من سبب يدعونا إلى الاعتقاد سلفاً بأن أعضاء مجالس الإدارة سيفعلون ذلك. بل إن من المؤكد أن لأعضاء مجالس الإدارة بدورهم دوافعهم وأهواءهم الشخصية وأن تلك الدوافع والأهواء سيكون لها أثر كبير على أدائهم. إن لدى أعضاء مجالس الإدارة دوافع مادية وأخرى غير مادية تحدو بهم إلى محاباة المديرين، أو على الأقل إلى مسايرتهم. وهناك طيف واسع من العوامل النفسية والاجتماعية التي تعزز تلك الدوافع. ولما كان أعضاء المجالس لا يملكون عادة إلا قدراً قليلاً من أسهم شركاتهم، فإن ما يستشعرونه من حوافز الملكية لا يرتقي على الإطلاق إلى المستوى الذي يسمح له بالتغلب على دوافعهم وميولهم للانحياز إلى

صف المديريـن. وفي جميع الأحوال فإن أعضاء المجالس، أثناء انشغالهم بتحديد تعويضات المديرين، لن يجدوا أمامهم لا الوقت الكافي ولا المعلومات الضرورية اللازمة لخدمة مصالح حملة الأسهم.

بالطبـع قد تكون عملية تحديد الأجور في بعض الشركات أفضل منها في شركات أخرى. غـير أن الانحراف بعيداً عـن مبدأ التعاقد على مطال الذراع قد جسّد طابعاً عاماً اشتركت به جميع الشركات المسهمة العامة. وبينما قد تحمل الشروط والأحكام الجديدة التي تبنتها سـوق الأوراق المالية أخـيراً بعض التحسين فيما يخص عملية تحديـد الأجور، فإن من غير المتوقع أن تنجح تلك الشروط والأحكام في القضاء على مظاهر الانحراف الشديد عن مبدأ التعاقد على مطال الذراع التي تنتشر اليوم على أوسع نطاق في عالم الشركات.

عملية تحديد الأجور

نبـدأ رحلتنا في استكشافنا حدود نمـوذج مطال الذراع باستعراض سريع وموجز لعملية تحديد الأجور كما تجري اليوم في الشركات المسهمة العامة الكبيرة. مجلس إدارة الشركة هو الجهة المسؤولة عن تحديد تعويضات المدير التنفيذي العام وباقي مديري الدرجة الممتازة[1]. ومجالـس إدارة الشركات المسهمة العامة الكبيرة تـوكل إلى لجان التعويضات مهمة دراسة التفاصيل المفصلية الحساسة في ترتيبات تعويضات المديرين.

تتألـف لجنة التعويضات عـادة من ثلاثة أو أربعة أعضاء يتـم انتقاؤهم من بين أعضاء مجلـس الإدارة[2].وقـد ازداد الاهتمام أخيراً بأن يكون معظـم أعضاء لجان التعويضات من الأعضـاء «المستقلين». يعد عضو مجلـس الإدارة بصورة عامة مستقلاً إذا لم يكن موظفاً أو موظفاً سابقاً في الشركة، ولم يكن مرتبطاً بالشركة بأي علاقة عمل أخرى غير عضويته في المجلـس. يفيـد تقرير مركز بحوث مسؤولية حماية المستثمريـن بأن 73% من أعضاء لجان التعويضات في 1500 شركة من شركات إس & بي كانوا أعضاء مستقلين تماماً تبعاً للتقويم الذي أجراه المركز في العام 2002[3].

لقد أسهمـت القوانين الضريبية وقرارات الهيئات القضائيـة في تعزيز الانتشار الواسع لمبـدأ اعتماد لجان التعويضـات المكونة حصرياً من الأعضاء المستقلـين. وقد اتجه القانون

الضريبي الفيدرالي منذ العام 1994، إلى معاقبة الشركات التي لا تعتمد لجنة تعويضات مكونة على نحو حصري من الأعضاء المستقلين؛ فقد حظر القانون على الشركات المسهمة العامة، فيما يخص اقتطاع الأجور من الالتزامات الضريبية، تجاوز سقف المليون دولار للمدير الواحد سنوياً، إلا إذا كانت الأجور الزائدة عن ذلك السقف على شكل خيارات ملكية، أو كانت مشروطة ببلوغ أهداف إنتاجية معينة تم تحديدها من قبل لجنة تعويضات مكونة حصرياً من الأعضاء المستقلين[4]. كذلك فقد أيدت قرارات الهيئات القضائية عموماً مختلف ترتيبات التعويضات التي أقرتها مجالس إدارة الشركات بناءً على اقتراحات تقدمت بها لجان تعويضات قوامها من الأعضاء المستقلين. ومن هنا فإن اعتماد لجنة تعويضات من هذا النوع قد أعطى قرارات مجلس الإدارة بشأن التعويضات حصانة كبيرة ضد أشكال المراجعة القضائية[5].

وبالرغم ما يتمتع به الأعضاء المستقلون اليوم من حضور كبير، فإن دورهم في مجالس الإدارة عموماً وفي لجان التعويضات بوجه خاص مرشح لمزيد من النمو بفضل شروط التسجيل الجديدة التي اعتمدتها كل من سوق نيويورك للأوراق المالية NYSE، و ناسداك NASDAQ، والسوق الأمريكية للأوراق المالية AMEX، وصدَّقتها هيئة الأوراق والأسواق المالية SEC في العام 2003[6]. تفرض أحكام التسجيل الجديدة على القسم الأكبر من الشركات المسهمة العامة أن يكون غالبية أعضاء مجالس إدارتها من الأعضاء المستقلين[7]. ووفقاً لقواعد التسجيل التي تبنتها سوق نيويورك للأوراق المالية NYSE، يجب على كل شركة أن يكون لديها لجنة تعويضات مكونة حصرياً من الأعضاء المستقلين. أما أحكام التسجيل في السوقين الأخريين فتقضي بأن يتم تحديد تعويضات المدير العام أو اقتراحها على المجلس من قبل غالبية الأعضاء المستقلين في المجلس، أو من قبل لجنة تعويضات مكونة من الأعضاء المستقلين حصراً. كذلك فقد عمدت الأحكام الجديدة التي تبنتها أسواق الأوراق المالية إلى وضع المعايير التي تسمح بالحكم على استقلالية العضو.

وعلى الرغم من أن تلك الأحكام الجديدة قد حظيت بقدر كبير من الاهتمام. فإن من المهم أن نستدعي إلى الأذهان هنا أنها إنما عملت على فرض سياسات كانت غالبية الشركات المسهمة العامة قد تحولت إلى التزامها منذ زمن. ولذلك فإن من غير المتوقع أن تحدث هذه

الأحكام بحد ذاتها تغييراً جدياً في العلاقة بين المديرين ومجالس الإدارة. وبالفعل فإن هناك العديد من الأسباب القوية للتشكيك في أن تعزيز حضور الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة أو في لجنة التعويضات من شأنه أن يضمن بحد ذاته أن عملية تحديد الأجور سوف تشكل مقاربة حقيقية لمنطق المساومة على مطال الذراع.

رغبة أعضاء المجلس في أن يعاد انتخابهم لعضوية جديدة

يحصل عضو مجلس الإدارة على مكاسب عديدة بفضل عضويته في المجلس. أولاً، هناك المكاسب المالية المباشرة التي ترتبط مباشرة بكرسي المجلس. ولهذه المكاسب المالية في معظم الأحوال انعكاسها المهم على وضع العضو من الناحية الاقتصادية. كما كانت حال أجور المديرين، فقد ارتفعت أيضاً أجور أعضاء مجلس الإدارة ارتفاعاً عنيفاً مع تطور حركة أسواق الأسهم. في العام 2002 بلغ وسطي تعويضات عضو مجلس الإدارة في مئتي شركة الكبرى في الولايات المتحدة نحو 152,000 $، وبلغ المقدار ذاته محسوباً على الألف شركة الكبرى نحو 116,000 $[8]. وغالباً ما يستفيد أعضاء المجلس أيضاً من بعض التسهيلات الإضافية والمكاسب غير المباشرة؛ فأعضاء مجلس إدارة شركة يو إيه إل (التي تملك شركة الخطوط الجوية يونايتد إيرلاينس)، على سبيل المثال، يستطيعون الطيران على متن يونايتد إيرلاينس مجاناً؛ وأعضاء مجلس إدارة شركة ستاروود هوتيلس يحصلون على عدد معين من الليالي المجانية في فنادق الشركة[9]. وفضلاً عن ذلك فإن كرسي المجلس يقدم للعضو أيضاً مكانة اعتبارية وشبكة صلات نفيسة سواء على صعيد علاقات العمل أو على الصعيد الاجتماعي. وجملة المكاسب المالية وغير المالية التي ترتبط بكرسي المجلس تخلق لدى العضو بطبيعة الحال رغبة شديدة في التمسك بموقعه.

أن يكون لدى عضو المجلس الرغبة في إن يعاد انتخابه لعضوية جديدة هو أمر مفروغ منه. لكن السؤال الذي يطرح نفسه هنا هو: ما هي الدوافع التي تخلقها لديه تلك الرغبة؟ تبعاً للنظرة الرسمية التي أتينا على مناقشتها في الفصل السابق فإن رغبة العضو في أن يعاود حملة الأسهم انتخابه لعضوية المجلس من جديد سوف تجعله أكثر التصاقاً بهم وأكثر اهتماماً بمصالحهم. وكلما كان أداء عضو المجلس أفضل، بحسب حجة النظرة الرسمية، كانت فرصته للفوز بعضوية جديدة في المجلس الجديد أكبر.

أمـا الحقائق على أرض الواقـع فتقول إن المرشحين الذين يضعهـم مجلس الإدارة على قائمـة الشركة يعدون عملياً قد ضمنوا إعادة انتخابهم لعضوية المجلس. أما المعارضون من حملة الأسهم، والذين يتطلعون إلى تقديم قائمة بديلة من المرشحين للمنافسة على عضوية المجلس، فيجدون أنفسهم أمام جملة من العقبات والصعوبات التي تضعف كثيراً من احتمال وصـول مرشحيهم إلى صناديق الاقتراع[10]. ونتيجة لذلك فإن قائمة المرشحين التي تقدمها الشركة غالباً ما تكون القائمة الوحيدة التي تصل إلى صناديق الاقتراع. وقد بيّنا في دراسة تجريبيـة حديثة تناولنا فيها المدة الممتدة مـن 1996، ولغاية 2002، أن التحديات الانتخابية التـي تهدد قوائم مرشحي مجالـس الإدارة، بحسب الرؤية الرسميـة، لم يكن لها عملياً أي وجـود حقيقـي على أرض الواقع – لم يكن هناك سوى تحديـين انتخابيين سنوياً على صعيد عموم الشركات التي تتجاوز القيمة السوقية لرأس مالها عتبة المائتي مليون دولار[11].

وبذلـك فإن مفتـاح عضوية المجلس إنما يكمـن في الفوز بالانضمـام إلى قائمة مرشحي الشركة. ومن هنا، على الأقل، فقد كان للمدير العام التنفيذي تأثير كبير، بل حاسم في بعض الأحيـان، في سير عمليـة الترشح[12]. صحيـح أن معظم مجالـس الإدارة لديها لجنة خاصة مكلفـة بمهمة الترشيح، ولكن خلافاً للجنة التعويضات التي باتت منذ زمن تقتصر على نحو شبـه كلي على الأعضـاء المستقلين دون سواهم، فإن لجان الترشيـح لم تشهد بعد مثل ذلك التحـول. وفي الواقع فإن المديرين العامين أنفسهم كثيراً ما يكونون في الوقت ذاته أعضاء في لجان الترشيح[13]. وقد كشف استطلاع أجري في العام 2002 أن 50 بالمئة فقط من أصل 1500 شركة من شركات إس & بي لديها لجان ترشيح مكونة حصرياً من الأعضاء المستقلين[14].

والحقيقـة أن المديريـن العامـين، حتى أولئـك الذين لم يكونـوا رسمياً أعضـاء في لجان الترشيـح، كان لهم كبير الأثـر في سير عملية الترشيح[15]. فقد دأبـت مجالس الإدارة ولجان الترشيـح على تحاشي ترشيح الأعضاء الذين لا يروقون للمديرين. وعلى أقل تقدير فقد كان للمديرين قدرة كبيرة على إعاقة ترشيح أي من الأعضاء الذين لا يتمنون أن يروهم في المجلس القادم. ومن هنا فقد كان من الواضح أن التصارع مع المدير العام بخصوص تعويضات الجهاز التنفيذي لا بد أن يضر بفرص عضو المجلس في الترشح لعضوية جديدة. أما «مسايرة» المدير العام فيما يتعلق بترتيبات الأجور فقد كانت على الدوام الاستراتيجية الأكثر أماناً.

وفق شروط التسجيل الجديدة في سوق نيويورك للأوراق المالية ينبغي أن يكون لدى الشركة لجنة ترشيح جميع عناصرها من الأعضاء المستقلين حصرياً. أما أحكام التسجيل الجديدة لدى ناسداك فتقضي بأن يتم انتقاء مرشحي الشركة أو اقتراحهم بتأييد غالبية الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة أو من قبل لجنة ترشيح مكونة حصرياً من الأعضاء المستقلين[16]. هذه الأحكام الجديدة من شأنها أن تضعف تأثير المديرين العامين في سير عملية الترشيح، غير أنها لن تغير كثيراً في القاعدة التي تقول إن الاهتمام بعربة التعويضات والحرص على ألا تنقلب يمثل الرهان الأفضل لضمان البقاء على قائمة الشركة.

وحتى إذا تراجعت سلطة المدير العام فيما يخص تسمية مرشحي الشركة، فإن من المرجح أن تستمر رغبات المدير العام في تأثيرها على قرارات لجنة الترشيح، فالمرشحون المراد تسميتهم لعضوية المجلس سيكون عليهم في نهاية المطاف أن يعملوا يداً بيد مع المدير العام. وفي الواقع فإن العديد من كبار الخبراء قد نصحوا مجالس الإدارة، في مقابلات أجرتها مجلة وول ستريت جورنال، بالتشاور مع الجهاز التنفيذي بشأن خيارات لجان الترشيح. وكما قال حقوقيّ ذو باع طويل في عضوية مجالس إدارة العديد من الشركات المسهمة العامة: «أعتقد أن الغالبية العظمى من الأعضاء الجدد في المجلس لن يدعموا أي قرار إلا إذا عرفوا أن المدير العام متحمس له ... لا أحد يرغب في دخول قاعة اجتماعات المجلس وفي ذهنه الاعتقاد بأنه قد فرض عنوةً على المدير العام»[17].

وحتى إذا سلمنا بأن المدير العام لا يملك التأثير في سير عملية الترشيح، فإن الأعضاء المستقلين في لجنة الترشيح سينظرون بطبيعة الحال شزراً إلى مشهد التصارع مع المدير العام حول حجم تعويضاته أو درجة حساسيتها للأداء. ومن هنا فإنهم سيميلون إلى استبعاد أي مرشح يرون أن علاقته الضعيفة أو السلبية مع المدير العام قد تهدد جو الزمالة والألفة في المجلس. كذلك فإنهم يميلون بطبيعة الحال أيضاً إلى تجنب أجواء التوتر والحرج التي قد تصحب المشاحنات مع المدير العام والنزاعات معه بشأن تعويضاته. وأخيراً فإن أعضاء المجلس قد يصطفون إلى جانب المدير العام لأسباب أخرى سوف نأتي على مناقشتها لاحقاً.

من المؤكد أن القواعد والأحكام الجديدة التي تبنتها أسواق الأوراق المالية، التي ترمي إلى تعزيز دور الأعضاء المستقلين في عملية الترشيح، لن يتضح أثرها الحقيقي إلا مع مرور

الزمـن. غـير أن من الواضح في المرحلة الحالية أنه طالما بقـي مفتاح عضوية المجلس ماثلاً في الانضمام إلى قائمـة مرشحي الشركة، فإن الاستراتيجية الأسلم للأعضاء الراغبين في الحفاظ على مقاعدهم في المجلس إنما تكمن في تجنب الدخول في أي تحديات أو مواجهات حـول تعويضات المدير العام. وهذا الوضع لـن يتغير باعتقادنا إلا عبر إصلاح جذري يعطي حملة الأسهم دوراً أكثر فاعلية في اختيار أعضاء المجلس.

سلطة المديرين العامين في توزيع المكافآت على أعضاء المجلس

إذا مـا وضعنا مسألة إعادة الانتخاب لعضوية المجلس جانبـاً. فإن لدى أعضاء المجلس، بمـن فيهم الأعضاء المستقلون، دوافع اقتصادية أخـرى تحضهم على الحفاظ على علاقات جيدة مع المدير العام. فالمديرون العامون، بعيداً عن تأثيرهم في ترشيحات المجلس، يتمتعون ببساطـة بقدر كبير مـن السلطة. إن لديهـم صلاحيات واسعة للتصـرف بمقدرات الشركة ومواردها المالية، وفضلاً عن ذلك فإن مواقعهم تعطيهم في كثير من الأحيان نفوذاً كبيراً حتى خارج حدود شركاتهم. وبالطبع فإن باستطاعتهم أن يستخدموا صلاحياتهم لإغداق المكاسب الماديـة على بعضـ أعضاء المجلس دون البعض الآخر وذلك بصورة مباشرة أو غير مباشرة، وقـد أظهر المديرون العامون في الماضي استعداداً كبيراً للاستفادة من صلاحياتهم في توزيع المكافآت على اللطفـاء من أعضاء المجلس بمختلف الأشكال والسبل. والمعايير الجديدة التي تبنتهـا أسواق الأوراق الماليـة أخيراً فيما يخص «الأعضاء المستقلـين»، التي سوف نأتي على مناقشتهـا بالتفصيل لاحقاً، تقلصـ من صلاحيات المدير العـام بخصوص تقديم المكاسب المادية للأعضاء المستقلين، لكنها لا تجرد المديرين كلياً من تلك الصلاحيات.

ممارسات من الحاضر والماضي:

في أعقـاب فضائح الشركات الشهيرة التـي اندلعت في أواخر 2001، توالت الدلائل التي تشير إلى أن بعض المديرين العامين قد اشتروا بعضاً من أعضاء مجالس الإدارة عبر إيرادات خاصـة ومكاسب نقدية خصوهم بهـا دون نظرائهم[18]. وبينما حظيت سياسة عقد صفقات العمل مع أعضاء مجلس الإدارة باهتمام كبير في حالة الشركات التي ارتبط اسمها بالفضائح الكـبرى مثل إنرون، وورد كوم، و تايكو، فإن تلك السياسة لم تكن على الإطلاق لتنحصر في

تلك الشركات دون سواها. فالكثير من الشركات الأخرى كانت لها تجاربها المباشرة أو غير المباشـرة مع لعبة الصفقات تلك[19]. ومن أمثلة ذلك أن مجلس إدارة فيريزون للعام 2001، قد ضم بين أعضائه: واحداً من المديرين التنفيذيين في شركة بوسطن كنسليتنغ غروب التي تلقـت من فيريزون 3.4 مليـون $ عن خدمات قدمتها في العـام 2000؛ والمدير العام لإحدى شـركات السـكك الحديدية التـي تلقت 650,000 $ مـن فيريزون لقاء خدمـات ومنتجات؛ ووكيلين مـن مؤسستين حقوقيتين قدمتـا لفيريزون العديد من الخدمـات القانونية. كذلك فقـد ضم مجلس إدارة بنك أميركا للعام 2001، بعضاً من أصحاب المناصب العليا في ثلاث مؤسسات عقارية تلقت من البنك 3.47 ملايين $ كرسوم إيجارات عن العام الفائت.

ومـن جهـة ثانية فإن الشـركات تصرف سنوياً مليـارات الدولارات علـى شكل تبرعات خيريـة[20]. وقد دأب المديرون العامون على استخـدام سلطاتهم لتوجيه أموال التبرعات في اتجاهات تعود بالفائدة على من يشاؤون من أعضاء مجالس الإدارة. وقد بات أمراً اعتيادياً أن تقـوم الشركـة بتقديم تبرعات خيرية إلى مؤسسات غير ربحيـة يعمل فيها، أو يترأسها، واحـد من أعضاء مجلس إدارة الشركـة. لقد تبرعت فيريزون على مدى أعوام بمئات آلاف الدولارات سنوياً لناشيونال يوربان ليغ التي كان رئيسها عضواً في مجلس إدارة فيريزون[21]. كذلـك فـإن شركة أوراكل، التي ضمـت في مجلس إدارتها ثلاثة مـن الأساتذة المدرسين في جامعـة ستانفورد، وواحداً من خريجي ستانفـورد ضالعاً في إدارة شؤون الجامعة، قد دأبت علـى تقديم تبرعات سخية للجامعة[22]. وفضلاً عن ذلك، وبغية مكافأة أعضاء المجلس غير العاملـين في المؤسسـات الخيرية، فقد عمـد المديـرون إلى استخـدام صلاحياتهم لتوجيه التبرعـات إلى مؤسسات خيرية يختارها أولئـك الأعضاء[23]. وعلى سبيل المثال فقد تبرعت إنرون بملايين الدولارات لأغراض تناسب أهواء بعض أعضاء مجلس إدارتها[24].

معايير الاستقلالية الجديدة وحدودها:

إن معايير التسجيل الجديدة التي تبنتها أسواق الأوراق المالية في العام 2003، سوف تضع في المستقبل بعض القيود على حرية المديرين العامين في توزيع المكافآت على أعضاء المجلس المستقلـين[25]. غير أن المعايـير الجديدة تترك للمديرين العامـين صلاحيات واسعة في هذا

المجال. بدايةً نجد أن القواعد الجديدة لا تمنع الشركة من إعطاء أعضاء مجلس الإدارة تعويضات إضافية تضاف إلى ما يتقاضونه من أجور لقاء عضوية المجلس، وإنما تضع فقط سقفاً لتلك التعويضات. بموجب معايير التسجيل الجديدة في سوق نيويورك للأوراق المالية، على سبيل المثال، لا يخسر عضو مجلس الإدارة صفة الاستقلالية إلا إذا تجاوزت قيمة التعويضات الإضافية التي يتلقاها من الشركة مبلغ 100,000$ في العام الواحد، وأكثر من ذلك فإن شروط التسجيل في سوق نيويورك للأوراق المالية تعد أن التعويضات التي قد تقدمها الشركة لأفراد أسرة العضو المباشرين من غير العاملين في الشركة لا تدخل في احتساب التعويضات الواجب بقاؤها تحت سقف 100,000$[27].

وبصورة مشابهة فإن الشروط الجديدة التي تبنتها أسواق الأوراق المالية تضع حداً لحرية الشركة في عقد صفقات العمل مع شركات ذات صلة ببعض أعضاء المجلس المستقلين؛ لكنها لا تمنع مثل تلك الصفقات. بحسب معايير سوق نيويورك للأوراق المالية فإن عضو المجلس الذي يعمل أو يشغل منصباً في مؤسسة أخرى يحتفظ بصفة الاستقلالية طالما بقيت المبالغ التي تتلقاها تلك المؤسسة من الشركة تحت سقف المليون $ في العام الواحد (وأقل من 2 بالمئة من إجمالي دخل المؤسسة)[28]. غير أن صفقات العمل التي لا تتجاوز هذا السقف قد تكون لها أهميتها الاقتصادية الكبيرة بالنسبة للكثيرين من أعضاء المجلس. لننظر في مثال شريك في مؤسسة قانونية كبيرة في نيويورك ويشغل منصب عضو مجلس إدارة في إحدى الشركات ويمثل في الوقت ذاته خبيراً قانونياً خارجياً تستعين الشركة بخدماته عبر التعاقد مع مؤسسته القانونية بما تصل قيمته إلى 900,000$ في العام. إن التعاقد بقيمة كهذه قد يكون له انعكاسه الاقتصادي الهام بالنسبة لعضو المجلس، حتى لو كانت تلك القيمة أقل من 2 بالمئة من إجمالي الإيرادات السنوية لمؤسسته القانونية.

لننظر الآن في مثال عضو في مجلس إدارة الشركة يشغل في الوقت ذاته موقع الشريك في مؤسسة قانونية لا تقدم حالياً أي خدمات للشركة؛ هذا العضو، والقانوني بآن معاً، لديه أيضاً حوافزه الاقتصادية للحفاظ على علاقات طيبة مع المدير العام للشركة، لأن الشركة مرشحة لأن تكون عميلاً مهماً من عملاء مؤسسته القانونية في المستقبل. والتنازع مع المدير العام حول مسألة التعويضات ليس بالسبيل الصحيح للفوز بعقود قانونية مع الشركة؛ بالطبع

إذا ما انتهت الشركة إلى إعطاء عقود عمل ضخمة إلى المؤسسة القانونية -لنقل عقوداً تصل قيمتها إلى عدة ملايين من الدولارات- فإن العضو الشريك لن يكون بعدها قادراً على استيفاء الشروط التي تعطيه صفة العضو المستقل في المجلس. غير أن النقطة المهمة هنا هي أن إمكانية الحصول على صفقة عمل مستقبلية قد تؤثر بقوة في الدوافع الاقتصادية لعضو مجلس الإدارة حتى أثناء تمتعه بصفة العضو المستقل. هذه النقطة تسلط الضوء أيضاً على صعوبة حماية أعضاء المجلس، والذين لهم صلاتهم الخاصة في عالم الأعمال، من الوقوع تحت تأثير سلطة المدير العام على الموارد المالية للشركة.

أما بالنسبة للتبرعات الخيرية فإن معايير سوق نيويورك للأوراق المالية تقول بكل وضوح إن سقف المليون دولار الذي فرضته على صفقات العمل لا ينسحب على حالة التبرعات الخيرية. هذا يعني أن عضو مجلس الإدارة الذي يعمل أو يشغل منصباً في واحدة من المنظمات الخيرية يحتفظ بصفته عضواً مستقلاً في المجلس حتى لو تبرعت الشركة لتلك المنظمة بأكثر من مليون دولار. الشرط الوحيد هو أن يتم إشهار التبرعات[29]. والواقع أن شرط الإشهار يسقط بدوره أيضاً، إذا ما كانت التبرعات التي قدمتها الشركة للمنظمة الخيرية قائمة على مقترح تقدم به عضو آخر من أعضاء المجلس لا يعمل في المنظمة ولا يشغل منصباً فيها.

هل ينبغي معالجة المشكلات المذكورة آنفاً عبر مزيد من التشديد في المعايير التي تحدد استقلالية أعضاء المجلس؟ في حديثنا حول موضوع الإصلاحات المستقبلية في الفصل الأخير من الكتاب نبين أن استقلالية أعضاء مجلس الإدارة عن سلطة الجهاز التنفيذي، حتى لو بلغت حدود المطلق، لا يمكن أن تكون كافية لضمان وضع المجلس أمام مسؤولياته تجاه حملة الأسهم؛ لا بد من أن نضفي على المجلس بعض التبعية لحملة الأسهم. لكن على كل حال إذا أردنا أن نفهم التضاريس الحالية لتعويضات المديرين التنفيذيين، فإن علينا أن نعي أن استقلالية أعضاء المجلس قد تم الالتفاف عليها في الماضي عبر حرية المدير العام في إغداق المكافآت السخية على من يشاء من الأعضاء، وأن الإصلاحات الأخيرة تقلص ولكن لا تقوض حرية المديرين في فعل الشيء ذاته.

التشابكات:

عندما يكون عضو مجلس الإدارة مديراً تنفيذياً في شركة أخرى يجلس مدير عام الشركة الأولى في مجلس إدارتها، يكون لدى هذا المدير العام قناة أخرى لمكافأة عضو المجلس. في هذه الحالة يستطيع المدير العام أن يستثمر نفوذه وصلاحياته بوصفه عضو مجلس إدارة في الشركة الثانية لتعزيز المكاسب المالية التي يحصل عليها عضو المجلس بصفته مديراً عاماً تنفيذياً في تلك الشركة.

هذه الحالة -التي يشار إليها عادة تحت عنوان «التشابك في عضوية مجالس الإدارة»- ليست نادرة كما قد يخيل للبعض. وبحسب إحدى الدراسات فإن مجلس الإدارة في واحدة من كل 12 شركة تقريباً من الشركات المسهمة العامة يبدي «تشابكاً على مستوى المدير العام الحالي»، أي إن مدير عام الشركة أ عضو في مجلس إدارة الشركة ب، ومدير عام الشركة ب عضو في مجلس إدارة الشركة أ[30]. كذلك تخلص الدراسة ذاتها، كما هو متوقع، إلى أن أجور المديرين العامين في الشركات ذات المجالس المتشابكة تفوق بوضوح معدلات أجور هؤلاء في باقي الشركات.

إن الشروط الجديدة التي تبنتها أسواق الأوراق المالية من شأنها أن تضعف التأثير المحتمل لتشابكات المجلس على الأعضاء المستقلين، لكنها غير قادرة على إلغاء ذلك التأثير على نحو كلي. بموجب تلك الشروط الجديدة لا يعد عضو مجلس الشركة أ الذي يشغل موقع مدير تنفيذي في الشركة ب عضواً مستقلاً في الشركة أ، إذا كان مدير عام الشركة أ (أو أي من مديريها التنفيذيين) عضواً في لجنة تعويضات الشركة ب. غير أن عضو مجلس الشركة أ يمكن عدّه مستقلاً حتى لو كان مدير عام أ عضواً في مجلس إدارة ب، طالما أن هذا الأخير ليس عضواً في لجنة تعويضات ب. لكن وجود مدير عام الشركة أ في مجلس إدارة الشركة ب من شأنه أن يؤثر في جميع الأحوال في توجهات عضو مجلس أ الذي يشغل موقع مدير تنفيذي في ب؛ فمدير عام أ يملك صوتاً مهماً في مجلس إدارة ب من شأنه أن يؤيد أو يعارض القرارات التي يرغب عضو مجلس أ (المدير في ب) في تمريرها. ولهذا السبب فإننا نتوقع أن سياسة تشابك المجالس سوف تستمر في إعطاء المديرين العامين منبعاً إضافياً من منابع التأثير في توجهات بعض الأعضاء في مجلس الإدارة.

تعويضات أعضاء المجلس:

طبيعـي أن أعضـاء مجالس الإدارة لهـم مصلحة مباشـرة في زيـادة تعويضاتهم، وأن المديريـن العامين يملكـون الوسيلة للتأثير في تلك التعويضـات. فبصفته الربان الذي يوجه دفـة الشركـة، وحيث إنـه عادة ما يكون في الوقـت ذاته عضواً في مجلـس الإدارة وكثيراً ما يكـون رئيساً للمجلـس، فإن المدير العـام التنفيذي له كلمته فيما يخـص تعويضات أعضاء المجلـس. وعلى الرغم من أن تعويضات أعضاء المجلس تتحدد بموجب مقترحات تتقدم بها لجنة التعويضات فإن المدير العام يملك الخيار بين أن يثبط أو يدعم المقترحات الرامية إلى زيادة أجور الأعضاء. والأعضاء المستقلون الذين يتعاملون بيد كريمة مع مديرهم العام لهم الحـق في أن يتوقعوا منـه بالمقابل أن يستخدم ثقل موقعه في دعـم زيادة تعويضاتهم. وعلى أقـل تقدير فإن التعامل بسخاء مع المدير العـام يسهم في خلق جو إيجابي يحث هذا الأخير على التعامل بسخاء مع أعضاء المجلس.

كشفـت دراسـة قام بهـا إيڤان بريـك و أودد بالمون و جـون وولد عن أن الشـركات التي يتقاضـى مديروهـا العامون تعويضـات أكثر ارتفاعـاً، يتقاضـى أعضاء مجالـس إدارتها بدورهـم أيضـاً أجوراً أكثر ارتفاعاً[31]. لا شك في أن ارتفـاع تعويضات المدير العام وأعضاء مجلس الإدارة قد يعكس حقيقة وجود صعوبات خاصة في تسيير أمور الشركة، أو وجود نقص في الكوادر القادرة على تسيير الشركة، أو أن أداء الشركة جيد وناجح إلى الحد الذي يدفع مجلس إدارتها إلى الاعتقاد بضرورة مكافأة المدير العام وأعضاء المجلس على ذلك النجاح. غـير أن الدراسة المذكورة آنفاً قد أسقطت تلك التفسيرات البديلة باكتشافها أن الزيادة في تعويضات المديريـن العامين وأعضاء المجلس ترتبط ارتباطاً عكسياً بأداء الشركة. وقد قاد هذا الاكتشاف الباحثين إلى استنتاج مفاده أن ما وقعوا عليه في دراستهم من رابط قوي بين ارتفـاع أجور أعضـاء المجلس وارتفاع تعويضات المدير العام إنمـا يعود في حقيقة الأمر إلى تواطؤ صريح أو مبطن بين كلا الطرفين.

عوامل اجتماعية ونفسية

إذا مـا وضعنـا جانباً الدوافع الاقتصاديـة ورغبة أعضاء المجلـس في أن يعاد انتخابهم لعضويـة جديدة، فإن هنالك العديد من العوامل الاجتماعيـة والنفسية التي تحدو بأعضاء

المجلس إلى مسايرة ترتيبات التعويضات التي تلائم تطلعات المدير العام وكبار المديرين التنفيذيين الآخرين. هذه العوامل الاجتماعية والنفسية تعزز أثر الدوافع الاقتصادية لمحاباة المديرين التنفيذيين، كما أن من شأنها أيضاً أن تؤثر في أداء الأعضاء البعيدين إلى حد كبير عن آثار تلك الدوافع الاقتصادية. وعلى الغالب فإن معظم أعضاء المجلس مرشحون للتأثر على الأقل ببعض من تلك العوامل الاجتماعية والنفسية التي سنأتي على مناقشتها تباعاً في الفقرات القادمة.

الصداقة والولاء:

دعونا نبدأ من العوامل الاجتماعية والنفسية التي تبدأ عملها مع دخول العضو إلى المجلس. كثيرون من الأعضاء المستقلين يدخلون المجلس وفي جعبتهم صلات اجتماعية سابقة أو حتى علاقات صداقة سابقة مع المدير العام أو بعض من كبار المديرين التنفيذيين.

وحتى الأعضاء الذين لم يعرفوا المدير العام قبل نيلهم عضوية المجلس ليس غريباً أن يبدؤوا عملهم وفي نفوسهم مشاعر الالتزام والولاء تجاه المدير العام. فالمدير العام غالباً ما يكون قد أسهم بوجه أو بآخر في إيصال وأحدهم إلى كرسي المجلس - حتى لو اقتصر دوره على عدم إعاقة ترشيح ذلك العضو. أمام خلفية كهذه يبدأ الأعضاء الجدد عملهم في المجلس مشحونين بشحنة كبيرة من النوايا الطيبة تجاه المدير العام، وهذه الشحنة تسهم بقوة في إرساء التوجه نحو تفادي المساومات العنيفة مع المدير العام حول مسألة الأجور. هذا النوع من التعامل القائم على رد الجميل متوقع من جهة، وملحوظ على أرض الواقع في العديد من الأطر الاجتماعية والمهنية من جهة أخرى. وليس غريباً أن يكتشف براين ماين و تشارلز أوريلي و جيمس ويد أن لجان التعويضات التي وزعت مقاعدها بعد تولي المدير العام مقاليد منصبه قد أظهرت ميلاً واضحاً إلى زيادة حجم تعويضات المدير العام.[32]

الزمالة والروح الجماعية:

ينبغي ألا ننسى أن أعضاء مجلس الإدارة، والذين يتفاوضون من وقت لآخر مع المدير العام حول مسألة التعويضات، يعملون على مدار العام مع المدير ذاته، والذي يشاركهم عضوية مجلس الإدارة بصورة عامة، بل كثيراً ما يشغل كرسي الرئاسة في المجلس. وبغض

النظـر عما إذا كان العضو قد ظفر بعضوية المجلس في عهد المدير العام أو قبل ذلك، فإنه غالبـاً مـا سيقيم علاقة شخصية مع المديـر العام، وكذلك أيضاً مع بعضـ أعضاء المجلس الآخرين الأكثر قرباً من المدير العام.

وبالإضافـة إلى ذلـك فإن مـن المتوقع أن يميل أعضـاء المجلس بطبيعة الحـال، باستثناء حـالات الأزمـات، إلى الحفاظ على جـو من التعـاون والتآلف في تعاملهم مـع بعضهم. وعلى حـد وصف عضـو مخضرم جمع بين عضوية مجالسـ العديد من الشـركات المسهمة العامة، مـن بينها شركة ماريوت كوربوريشن، فـإن «من الصعب إيضاح الصورة لشخص لم يسبق له أن عـرف المجلسـ من الداخل. المجلس في العديد من النواحي أشبه ما يكون بواحد من نوادي الصداقة»[33]. وبينما قد تختلف القواعد الاجتماعية قليلاً بين مجلس وآخر، فإن المعايير العامة تميـل بوضوح إلى تعزيز تماسك المجلس ووحدتـه. وكما وجد راكيش كورانا في دراسته لمسألة التعاقد مع المديرين العامين، فإن أجواء مجالس الإدارة «يسودها التركيز الكبير على مظاهر اللطف والمجاملة، والحرص على تجنب المجابهات والصراعات المباشرة بكل أشكالها»[34].

مـرة وربما مرتين في العام يضطـر أعضاء لجنة التعويضات إلى نـزع قبعاتهم كزملاء للمديـر العام، ووضع قبعـات المفاوضين الأشـداء الذين يساومون المديـر العام على مطال ذراعهـم حـول تعويضاته. هذا التحول في المواقع والأدوار من المرجح أن يكون صعباً حتى في حالة الأعضاء ذوي النوايا الطيبة الراغبين في الاضطلاع بمسؤوليتهم وتمثيل مصالح حملة الأسهم في تلك المفاوضات.

تشـير الدلائـل إلى أن الفـرد الـذي يعمـل ضمـن مجموعة يشعـر بدوافـع طبيعية إلى إرضـاء أفراد المجموعـة والتآلف معهم، وكثيراً مـا يكون ذلك على حسـاب بعض المصالح غـير الحاضرة بصورة مباشـرة على الطاولة[35]. وليس هناك من مسوغ واحد للاعتقاد بأن أعضاء لجنة التعويضات يتمتعون بالمناعة ضد هذا النوع من الدوافع.

احترام المنصب:

المدير العام ليس مجرد زميل لباقي الأعضاء في المجلس. إنه الشخصية الأكثر أهمية في الشركـة – القائد الذي يوجه دفة الشركـة، لرؤيته وقراراته عظيم الأثر في تحديد توجهات

الشركة. لذلك فإن أعضاء المجلس يميلون بطبيعة الحال إلى التعامل مع المدير العام باحترام. إنهم يحترمون سلطته في كثير من القضايا، ويكنون لموقعه، وربما لشخصه أيضاً الكثير من الاحترام والتقدير.

وفضلاً عن ذلك فإن أعضاء المجلس يميلون أيضاً إلى احترام توجهات المدير العام في الكثير من القرارات التي يتخذها مجلس الإدارة، حتى عندما تتعارض هذه التوجهات مع رؤيتهم الخاصة. ودور أعضاء مجلس الإدارة في العديد من القضايا إنما يتجسد في تقديم الاستشارات الاستراتيجية للمدير العام وتسويق آرائه وتوجهاته، لا في معاندته وفرض إرادتهم عليه، ولا في تجاوزه وصنع القرارات من دونه. طالما أن أعضاء المجلس راغبون في أن يستمر المدير العام في قيادة الشركة، فإن من المفيد ألا يجهدوا أنفسهم في فرض رؤيتهم عليه، بل أن يتركوا له كرسي القيادة ويأخذوا أماكنهم في حافلة الشركة. وإذا ما خلص بعضهم إلى أنه لن يستطيع، مهما اجتهد في المحاولة، أن يستمر في دعم سياسات المدير العام الذي يحظى بدعم باقي أعضاء المجلس، فالأفضل له أن ينسحب بهدوء[36].

مرة أخرى نجد أن تغيير القبعات لمساومة المدير العام على تعويضاته مسألة صعبة جداً. فأعضاء المجلس الذين اعتادوا التعامل مع مديرهم العام بكل احترام وتقدير سيجدون صعوبة بالغة في الانخراط فجأة في دور المفاوض الند الذي يساوم المدير بشأن تعويضاته على مطال ذراعه.

تضارب الاعتبارات:

لقد دأبت الشركات في اختيارها لأعضاء لجنة التعويضات على الاعتماد على نحو كبير على المديرين التنفيذيين العاملين منهم والسابقين. في العام 2002، كان 41 بالمئة من أعضاء لجان التعويضات من المديرين التنفيذيين العاملين، نصفهم تقريباً مديرون عامون ما زالوا على رأس عملهم. وفضلاً عن ذلك فإن 26 بالمئة آخرين من أعضاء تلك اللجان كانوا أشخاصاً قد تقاعدوا من عملهم الأصلي، القسم الأكبر منهم من المديرين التنفيذيين السابقين[37].

إن قرارات التعويضات التي يتخذها أعضاء في المجلس هم أنفسهم مديرون تنفيذيون، حاليون أو سابقون، من المرجح أن تتأثر بمسألة تضارب الاعتبارات[38]. فمن المعروف أن

الفرد يطور قناعاته الخاصة بحيث تدعم المواقف التي تنسجم مع مصالحه الشخصية. إذ إن تلك القناعات تمكن الفرد من تجنب الإزعاجات والمضايقات التي قد تترتب على تمتعه بمكاسب يعتقد نفسه أنها غير مستحقة.

لذلك فإن المدير، الحالي أو السابق، الذي سبق أن استفاد نفسه من ترتيبات أجور سخية تنطوي على الكثير من المحاباة، من المرجح أن يكون قد كوّن قناعات مفادها أن تلك الترتيبات تمثل ضرورة لا بد منها، وأنها في النهاية تخدم مصالح حملة الأسهم. وعلى سبيل المثال فإن المدير الذي استفاد، لنقل مثلاً، من برنامج حوافز قائم على خيارات الأسهم التقليدية، سيميل على الأرجح إلى تبني الرؤية التي تصنف هذا النوع من برامج الحوافز في عداد برامج التعويضات الفاعلة والمجدية. كذلك فإن المدير الذي استفاد أو يستفيد ذاته من اتفاق تعويضات يتضمن عطاءات سخية في حالة إنهاء الخدمة لا يمكن أن نتوقع منه أن يؤيد النظرة التي تعد عطاءات إنهاء الخدمة غير ضرورية أو تقرن بهذا النوع من التعويضات بعض الدوافع السلبية التي قد تضر بأداء الشركة. ومن هنا فإن وجود مديرين يتمتعون بأجور مرتفعة بين عناصر لجان التعويضات يقود على الغالب تلقائياً إلى إقرار أجور أكثر ارتفاعاً. وبالفعل فقد وجد براين ماين و تشارلز أوريلي و جيمس ويد أن هناك ترابطاً كبيراً بين مستويات تعويضات الأعضاء الخارجيين في لجان التعويضات من جهة، ومستوى أجور المديرين العامين من جهة أخرى[39].

وأخيراً فإن مسألة تضارب الاعتبارات قد تقود حتى الأعضاء المستقلين، الذين ليسوا أنفسهم مديرين حاليين أو سابقين، إلى تبني قناعات تبعث على تقديم التعويضات السخية للمديرين التنفيذيين. فأعضاء المجلس سيميلون بطبيعة الحال إلى ارتكاب خطأ في الاتجاه الموجب لدى تقويمهم لأداء الشركة بالمقارنة مع نظيراتها في حقل العمل المعني، وكذلك الحال أيضاً في تقويمهم لأداء المدير العام بالمقارنة مع نظرائه في الشركات الأخرى، وهكذا. ومن المؤكد أن الدافع إلى تجنب التضارب بين القناعات والمواقف لا يقتصر على الشركات المسهمة العامة بل يتعداها ليفسد أيضاً توجهات أصحاب الشركات الفردية الذين يمثلون المالكين الوحيدين لشركاتهم الخاصة. غير أن أولئك المالكين يتحملون بأنفسهم التكاليف الكبيرة التي تترتب على خطئهم إذا ما تركوا أنفسهم عرضة لفرط تأثير مسألة

تضارب الاعتبارات تلك. وخلافاً لذلك فإن التكاليف الشخصية التي قد تترتب على محاباة المديرين بالنسبة لمعظم الأعضاء المستقلين في مجالس الإدارة أو لجان التعويضات لا تتعدى كونها ضئيلة طفيفة.

التكلفة الضئيلة لمحاباة المديرين

إن الدوافع الاقتصادية وكذلك أيضاً العوامل النفسية والاجتماعية تتكاتف جميعها، كما رأينا، لتدفع أعضاء المجلس المستقلين إلى محاباة المديرين التنفيذيين. والسؤال الذي يطرح نفسه والحالة هذه يقول: هل هناك من قوى معاكسة تجعل محاباة المديرين في أعين أعضاء المجلس أمراً مكلفاً ينبغي الابتعاد عنه؟ لسوء الحظ لا، فالتكاليف التي قد تترتب على محاباة المديرين بالنسبة لمعظم أعضاء مجالس الإدارة هي في مجملها ضئيلة للغاية. وهذه التكاليف تأخذ أحد شكلين: (1) تراجع قيمة ما يملكه أعضاء المجلس أنفسهم من أسهم الشركة، و (2) الإضرار بسمعة أعضاء المجلس.

تراجع قيمة حصص أعضاء المجلس من أسهم الشركة:

بالرغم من أن التعويضات القائمة على أساس الأسهم قد باتت اليوم الشكل الأكثر شيوعاً لتعويضات أعضاء المجلس المستقلين[40]، فإن نسبة ما يملكه الأعضاء المستقلون من أسهم شركاتهم ما زالت أصغر جداً من أن يكون لها أثرها الاقتصادي الملحوظ[41]. وقد وجد جون كور و روبرت هولتهاوزن و ديفيد لاركر في دراسة لهم أن نصف أعضاء مجالس الشركات التي شملتها الدراسة يملكون ما دون 0.005 بالمئة من أسهم الشركات التي يشغلون مقاعد في مجالس إدارتها[42]. وعلى الرغم من أن هذا الرقم مرشح لبعض الارتفاع في المستقبل[43]، فإن معظم أعضاء المجالس سيظلون على الأرجح لا يملكون إلا قدراً قليلاً من أسهم شركاتهم[44].

وبالنتيجة فإن أعضاء المجلس لا يتحملون إلا قدراً مهملاً من التكاليف التي تترتب على ترتيبات التعويضات الخاطئة. لنأخذ مثلاً عضواً في المجلس يملك 0.005 بالمئة من أسهم الشركة، ولنفترض أن ذلك العضو يتأمل في تبعات الموافقة على اتفاق التعويضات

الـذي يطالـب به المدير العام والـذي من شأنـه أن يخفض قيمة رأس المـال المسهم بمقدار 10 ملايـين $. بالنظر إلى الحصة المتواضعة مـن إجمالي أسهم الشركة فإن الخسارة التي سيتحمّلهـا ذلك العضـو عبر تراجع قيمة ما يملكـه من أسهم الشركة نتيجـة الموافقة على مطالـب المدير العـام لن تتجاوز 500$. إن هـذه التكلفة الضئيلة، حتى لـو تضاعفت مرات عديدة، لن تكفي للتغلب على العوامل الكثيرة التي تضغط على عضو المجلس في اتجاه تأييد مطالب المدير العام.

بالطبـع، وبالرغم من أن تكلفة محاباة المديرين صغيرة إلى حد الإهمال بالنسبة لمعظم الأعضـاء المستقلين في مجالس إدارة الشركات، فإن الأمر قد لا يكون بديهياً إلى ذلك الحد في حالة البعض الآخر من الأعضاء المستقلين الذين يملكون (أو المعينين من قبل من يملكون) قـدراً كبـيراً من أسهم الشركة. هـؤلاء الأعضاء يدركون أنهم سيتحملـون القدر الأكبر من التكاليف المترتبة على ترتيبات التعويضات الخاطئة، ويميلون على الأرجح إلى معارضة تلك الترتيبـات. هذه الحقيقة من شأنها أن تفسر الوقائع التي تؤكد أن أجور المديرين تنخفض، وحساسيـة تلك الأجور لأداء الشركة ترتفـع بوضوح، كلما ازدادت كمية الأسهم التي يملكها أعضاء لجنة التعويضات في الشركة[45].

خسارة السمعة:

نظريـاً يمكن القول إن أعضاء المجلس الذين يمررون ترتيبات تعويضات مفرطة في تقديم المكاسب للمديرين على حساب حملة الأسهم يعرضون أنفسهم لخطر خسارة السمعة الطيبة. يقـول خبيرا الاقتصاد المـالي الشهيران يوجين فاما و مايكل جنسـن في دراسة لهما: إن لدى أعضاء المجلس المستقلين دافعاً حقيقياً لحماية مصالح حملة الأسهم، فهم حريصون بطبيعة الحـال على الحفاظ علـى سمعتهم بوصفهم صنـاع قرار يجمعون بين الخـبرة والنزاهة، بل حريصـون أيضـاً على تعزيز تلـك السمعة[46]. من الواضـح أن فاما و جنسـن إنما يعنيان في حديثهمـا شريحة بعينها من الأعضاء المستقلين الذيـن يشغلون في الوقت ذاته منصب المدير العـام أو غـيره من مواقع صنع القـرار في هذه الشركـة أو تلك. بالنسبة لتلـك الشريحة من أعضـاء مجالـس الإدارة. يمكن القـول إن قيمة ما يجسـده أحدهم من رأس مـال بشري قد تتعلـق بالفعـل بسمعته فيمـا يخص القدرة على صنـع القرارات الصائبة. وتبعـاً لوجهة نظر

فامـا و جنسن فإن أعضاء المجلـس المستقلين يستطيعون، عبر تجسيدهم دور الحارس الأمين الحريص على حماية قيمة رأس المال المسهم، أن يعبروا أبلغ تعبير عن خبرتهم في صنع القرار وأن يعـززوا قيمـة رأس مالهـم البشري في مشوارهـم المهني الأساسـي. وبالإضافة إلى ذلك يمكن القـول إن بناء السمعة الطيبة كحارس أمين حريص على مصالح حملة الأسهم يساعد العضو على تحسين فرصه للظفر بعضوية إضافية في مجلس إدارة هذه الشركة أو تلك.

إننـا نتفق مع فاما و جنسـن في أن سمعة أعضاء المجلس ورأس مالهم البشري، سواء في مواقعهم الأساسية أو في سوق مجالس إدارة الشركات، قد تتضرر بعض الشيء إذا ما وافق المجلـس على ترتيبات تعويضات صنفت فيما بعد علـى أنها فاضحة في إجحافها بحق حملة الأسهـم. وعلى سبيل المثال فقد توجه السخط في أعقاب فضيحة إنرون بالدرجة الأولى إلى عناويـن بعض أعضاء مجلس إدارة إنرون[47]. وارتفعـت أصوات تطالب د. جون ميندلسون، العضـو السابق في مجلـس إدارة إنرون، بالاستقالة من منصبه بوصفـه رئيساً لمركز إم دي أندرسـون لمعالجة السرطان. كذلك فقد كان هنـاك أصوات عارضت إعادة انتخاب فرانك سافاج، عضو آخر من أعضاء مجلس إنرون، لعضوية مجلس الإدارة في شركتي لوكهيد مارتين و كوالكوم. ولكن في النهاية بقي ميندلسون رئيساً لمركز إم دي أندرسون لمعالجة السرطان، وأعيـد انتخـاب سافاج لعضويـة كلا المجلسين، على أنه آثر في نهايـة المطاف الاستقالة من مجلـس إدارة كوالكوم. كذلك فقد بادر أعضاء مجلـس إدارة إنرون السابقون ويندي غرام و روبـرت جيديك و هيربرت وينكر الابن إلى التخلي ببساطة عن مواقعهم في مجالس إدارة بعض الشركات الأخرى بعـد اندلاع الفضيحة؛ وذلك على الأرجـح بدافع استباق الأحداث وتجنُّب الخوض في معارك انتخابية يتوقعون أن يواجهوا فيها بعض المعارضة[48].

صحيح أن مخاوف عضو المجلس من أن يخسر سمعته، نتيجة إقراره ترتيبات تعويضات فاضحة، قد تخلق بالفعل نوعاً من الحدود التي ليس من مصلحة العضو أن يتجاوزها، غير أن تلـك الحـدود ليست ضيقة في أي حال مـن الأحوال. طالما أن ترتيبـات التعويضات التي صدَّقها المجلس تقع ضمن المجال المألوف والذي ينظر إليه بصفته مقبولاً، فإن أعضاء المجلس لـن يتحملـوا على الغالب أي خسارة في السمعة. دعونـا ننظر في مثال عضو في مجلس إدارة إحـدى الشركات يشغل في الوقت ذاتـه موقع المدير العام أو أحد كبـار المديرين التنفيذيين في شركـة أخرى. إن قرارات التعويضات التي يتخذها مجلـس إدارة الشركة الأولى، والذي

يشارك فيه ذلك العضو بصفته عضواً مستقلاً، من غير المتوقع أن تؤثر في أي من الأطراف المعنيــة بتعيين ذلك العضو مستقبلاً في أي من المواقع التنفيذية الجديدة، وعلى الغالب فإن تلــك الأطراف لن تكترث مطلقاً لقــرارات التعويضات تلك. إن أرباب العمل المحتملين نادراً مــا قد يهتمون بجمع المعلومــات عن إسهامات عضو بعينه من أعضــاء المجلس المستقلين في صنع أو تمرير ترتيبات التعويضات في هذه الشركة أو تلك. والأهم من ذلك أن أرباب العمل المحتملــين سيركزون بالدرجــة الأولى على أداء العضو في موقعــه الأساسي كمدير تنفيذي، والــذي يأخذ منــه جلّ وقته، وليس علــى الأداء الــذي يقدمه من وقت لآخــر بصفته عضواً مستقلاً في مجلس إدارة هذه الشركة أو تلك.

إن الأداء الذي يقدمه أحد الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة قد يحظى بكبير الاهتمام من قبــل الأطراف المعنية بتعيين ذلك العضو في مجلس إدارة واحدة من الشركات الأخرى. لكــن علــى هذا الصعيــد يمكن الجزم في جميع الأحــوال بأن بناء سمعة قوامهــا التنازع مع المديــر العام بشأن تعويضاته لم يكن يوماً عاملاً إيجابياً يساعد في تحسين فرصة الحصول علــى عضويــة إضافية في مجلس آخر، بل على العكس من ذلك فإن مثل تلك السمعة، إذا ما أتيح لها أن تؤثر في فرص العضو المستقبلية، قد تقف حائلاً دون العضوية الجديدة. ولا ننسَ أن مفتــاح الدخــول إلى المجلس إنما يكمن في إدراج اسم المرشــح ضمن قائمة الشركة التي يتعاون على إعدادها كل من المجلس ولجنة الترشيح. والسمعة القائمة على إثارة التحديات فيما يخص تعويضات المدير العام تمثل على الغالب عاملاً سلبياً وليس إيجابياً في نظر لجان الترشيح التي تتطلع إلى إغناء مجالس إدارة شركاتها ببعض المرشحين الخارجيين.

مــن هنا يتضح أن غياب الدور الــذي ينبغي أن تضطلع به حوافز السمعة في دفع أعضاء المجلــس إلى الحرص على حمايــة مصالح المسهمين في سياق ترتيبات التعويضات هو نتيجة طبيعية للآليات المتبعة في انتقاء أعضاء المجلس. في الفصل 16 من الكتاب نقترح إصلاحات جديــدة تقوم على إعطــاء حملة الأسهم فرصة حقيقية للمشاركــة على نحو فعلي في اختيار أعضاء المجلس. إن إصلاحات من هذا النوع من شأنها أن تخلق لدى أعضاء المجلس حوافز حقيقيــة لبناء سمعــة قوامها الحرص على خدمــة مصالح حملة الأسهم بــدلاً من مسايرة المديرين. أما في الوضع الراهن فليس بإمكاننا أن نعول كثيراً على عامل السمعة في مواجهة

الدوافع الاقتصادية والنزعات الطبيعية التي تدفع أعضاء مجالس الإدارة إلى الوقوف في صف المديرين على حساب حملة الأسهم.

عوز الوقت والمعلومات

حتى أولئك الأعضاء المستقلون الذين يرغبون لسبب أو لآخر في الدفاع عن مصالح حملة الأسهم خلال جلسات التفاوض على أجور المدير العام وغيره من المديرين التنفيذيين عادة ما كانوا يواجهون مشكلة عدم توافر ما يلزم من الوقت والمعلومات للنجاح في تلك المهمة[49]. معظم أعضاء مجالس الإدارة المستقلين يزاولون أعمالاً أخرى تقتضي الالتزام بدوام كامل. والواقع أن الأعضاء المستقلين لم يصرفوا في الأحوال العادية إلا النزر اليسير من الوقت للوقوف على حقيقة مستوى أداء الشركات التي يشغلون مقاعد في مجالس إدارتها. وقد بينت الاستطلاعات التي تناولت سياسات مجالس الإدارة في المدة التي سبقت موجة فضائح الشركات، التي اندلعت في أواخر 2001، أن الأعضاء المستقلين لم يخصصوا للمجلس الواحد سوى نحو 100 ساعة فقط على امتداد العام[50]. وفي الواقع، وكما يوثق راكيش كورانا في كتابه حول تعيين المديرين العامين، فإن المرء ليصاب بالدهشة لقلة ما صرفته مجالس الإدارة من الوقت حتى على المسائل الحساسة مثل مسألة اختيار مدير عام جديد[51].

أثناء السنوات القليلة الماضية شهد الوقت الذي يخصصه أعضاء مجالس الإدارة المستقلون للمهام المتعلقة بعضويتهم في تلك المجالس تزايداً كبيراً ومطرداً. وبحسب بعض التقديرات التي تناولت 1000 شركة من كبرى الشركات المسهمة العامة في الولايات المتحدة فإن أعضاء مجالس الإدارة قد خصصوا خلال العام 2002 نحو 190 ساعة لمتابعة المهام المترتبة على عضوية المجلس[52]، وتبعاً لتلك التقديرات فإن هذا الرقم مرشح لمزيد من الازدياد. ولكن ينبغي بالمقابل ألا نغفل حقيقة أن قانون ساربنس–أوكسلي وما رافقه من تشديد على شكليات عمل مجالس الإدارة، قد خلق لأعضاء مجالس الإدارة احتياجات إضافية من حيث الوقت. لذلك فإن من المتوقع أن يستمر الأعضاء المستقلون، الذين يقتصر التزامهم مع الشركة على دوام جزئي عند الحاجة، في تخصيص قدر قليل فقط من وقتهم لتصميم وإبرام ترتيبات التعويضات المعقدة. «تقويم السياسات المثلى» لمجالس إدارة الشركات، والذي وزعته أخيراً

إحدى الشركات القانونية المشهورة على عملائها، ينصح بأن تجتمع لجنة التعويضات ثلاث مرات في العام، مرتين في كانون الثاني/يناير ومرة في تشرين الثاني/نوفمبر[53].

وبالإضافة إلى ما يواجهونه من حدود زمنية فإن الكثيرين من أعضاء مجالس الإدارة لا يملكون المعرفة والخبرة اللازمتين لإجراء تقويم موضوعي لترتيبات التعويضات التي تقع على عاتقهم مسؤولية البت في أمرها. وقد لحظ جيفري سوننفيلد، العميد المساعد لمعهد ييل للأعمال، هذه الظاهرة قائلاً: «لقد عملت مع العديد من لجان التعويضات، وأعلم جيداً أن أعضاء مجلس الإدارة في كثير من الأحيان يعجزون عن فك رموز الأحكام المعقدة في الوثائق التي ينبغي عليهم مراجعتها وتقويمها. وخشية الظهور بمظهر المغفل يتجنب أحدهم الاستفسار عن آلية عمل بعض الأدوات التي تنطوي عليها تلك الأحكام»[54].

في سعيهم إلى اتخاذ القرارات المناسبة بشأن التعويضات وجد الأعضاء المستقلون أنفسهم عموماً مضطرين إلى الاعتماد على المعلومة والمشورة المقدمتين من قبل قسم الموارد البشرية في الشركة ومستشاري التعويضات الذين يتعاقد معهم ذلك القسم؛ واعتمادهم على هذا المصدر القريب من الجهاز التنفيذي قد أسهم بطبيعة الحال في حرف بعض الأمور في الاتجاه الذي يخدم مصالح المديرين التنفيذيين[55].

مستشارو التعويضات

رأينا أن أعضاء مجالس الإدارة لديهم دوافعهم الاقتصادية وميولهم النفسية التي تشجعهم على تبني سياسات تنطوي على بعض المحاباة للمديرين التنفيذيين حتى لو كانت المعلومة والمشورة التي يبنون عليها قراراتهم قادمة من أشخاص لا هم لهم سوى حماية مصالح حملة الأسهم. غير أن الأشخاص الذين يزودون أعضاء المجلس بالمعلومة والمشورة هم أنفسهم لديهم بدورهم دوافعهم الخاصة لمحاباة المديرين. وهذا يصح ليس فقط فيما يخص قسم الموارد البشرية في الشركة، والذي يخضع بطبيعة الحال لسلطة المدير العام، وإنما أيضاً فيما يخص مستشاري التعويضات الذين توكل إليهم، بموجب عقد خارجي، مهمة تقديم المعلومة والمشورة. لقد واجه مستشارو التعويضات على الدوام دوافع قوية لإرضاء المديرين العامين أو على الأقل للحرص على عدم إغضابهم. وعلى حد تعبير وورن

بوفيت فإن مستشاري التعويضات «لا يجدون أي صعوبة في تمييز الجهة التي تدهن الزبدة فوق رغيفهم»[56].

عادة ما كان التعاقد مع مستشاري التعويضات يتم عن طريق قسم الموارد البشرية في الشركة، وكثيراً ما كان المديرون العامون يتدخلون على نحو مباشر أو غير مباشر في عملية الانتقاء[57]. وحتى في حالات عدم تدخل المدير العام لم يكن صعباً على المستشار الذي يقع عليه الاختيار أن يفهم من تلقاء نفسه أن أي اقتراح لا يرضي المدير العام من شأنه أن يقضي كلياً على فرصة الحصول على عقد آخر من الشركة في المستقبل. ومن جهة أخرى فإن مستشاري التعويضات يعملون عادة لدى شركات الاستشارات، وهذه تستمد معظم دخلها من الخدمات المختلفة الأخرى التي تقدمها لأقسام الموارد البشرية في الشركات المختلفة. وشركة الاستشارات التي يعمل لديها مستشار التعويضات المكلَّف كثيراً ما تربطها بالشركة المكلِّفة عقود خدمات أخرى، أو أنها على الأقل تأمل في الحصول على عقود مستقبلية مع تلك الشركة. وقد علق أحد مستشاري التعويضات على حساسية هذه العلاقة بالقول: «هنالك شريحتان من العملاء الذين يحرص أحدنا على ألا يغضبهم – العملاء الحاليون والعملاء المحتملون»[58].

وفي النهاية، وحيث إن إيراداتهم لا علاقة لها من قريب أو من بعيد بقيمة رأس المال المسهم، فإن مستشاري التعويضات لم يتحملوا يوماً أياً من التكاليف التي فرضتها محاباة المديرين على حملة الأسهم. لم يكن أمام المستشارين أي خيار آخر سوى جني المكاسب عبر توظيف خبراتهم وصلاحياتهم في محاباة المديرين العامين. وقد وصف اثنان من أعضاء مجالس الإدارة، في مقابلة أجرتها معهما مجلة فورشن تحت غطاء من السرية، البنية العامة للدوافع التي تؤثر في أداء مستشاري التعويضات وصفاً لاذعاً يشير إلى الحقيقة دون مواربة بل بشيء من القسوة:

> أعتقد أن من الصعب أن تجد مستشاراً واحداً لا ينتهي به الأمر في نهاية المطاف إلى مزاولة العهر. المستشارون يحصلون على عقودهم من الجهاز التنفيذي. وهم يعلمون أن العقود التي قد يحصلون عليها في المستقبل لن تكون إلا من الجهاز التنفيذي.

أي نوع قد يخطر في بالك من أنواع المستشارين إنما يتم استقدامه بقصد خفض التكاليف. أما في حالة مستشاري التعويضات، فإن الهدف الأساسي من استقدامهم إنما هو تقديم المسوغات لكل ما يريد المدير العام تمريره، دون قيد أو شرط. وفي النهاية يكفي أن يسأل المرء نفسه: من الذي سيقترح أسماء أولئك المستشارين على المديرين العامين الآخرين؟[59].

ودوافع مستشاري التعويضات تمثل عاملاً مهماً لأن هؤلاء يتمتعون بصلاحيات واسعة في أدائهم لمهمتهم. فالمستشارون يقدمون المعطيات التي يبني عليها أعضاء مجلس الإدارة قراراتهم بشأن التعويضات. وهم أيضاً يؤطرون المسائل ويقومون بإعداد قائمة الحلول البديلة ليصار إلى طرحها على المجلس. إن محدودية الوقت الذي يستطيع أعضاء المجلس تخصيصه للبحث في قرارات التعويضات، وافتقار هؤلاء في كثير من الأحيان إلى المعلومة والخبرة اللازمتين، يقودان أعضاء المجلس إلى الاعتماد على نحو رئيس على المعطيات التي يقدمها المستشارون. ومن هنا فإن أي انحياز إلى محاباة المديرين من جانب مستشاري التعويضات من شأنه أن يولد نتائج ترضي المديرين على حساب حملة الأسهم حتى لو فرضنا جدلاً أن أعضاء المجلس ليس لديهم أي دوافع أو ميول لمحاباة المديرين.

ومن الوسائل التي يستخدمها المستشارون في محاباة المديرين أن يعمد أحدهم إلى تجميع جملة متكاملة من معطيات التعويضات تقدم المسوغ «الموضوعي» لبرنامج التعويضات الذي يطالب به المدير. وعلى سبيل المثال فإن مستشاري التعويضات يميلون على الدوام إلى تصميم إحصاءاتهم على نحو انتقائي سعياً إلى اختزال المقارنة في الجانب الذي يفيد في دعم التوجه إلى زيادة الأجور[60]. فإذا كان أداء الشركة جيداً عمد المستشارون إلى اقتراح زيادة حجم التعويضات بحجة أن الأجور ينبغي أن تعكس مستوى الأداء، ولهذا السبب ينبغي أن يكون أجر المدير العام أعلى من وسطي أجور المديرين على مستوى حقل العمل المعني، وبالتأكيد أعلى بوضوح من أجور نظرائه مديري الشركات الأخرى الذين قدموا أداء متواضعاً. أما إذا كان أداء الشركة ضعيفاً فإن المستشارين يميلون إلى غض الطرف عن الأداء وتسليط الضوء على المعايير القياسية للأجور على صعيد شركات الحقل المعني مؤكدين في ذلك على ضرورة زيادة أجر المدير العام بما ينسجم مع مستويات التعويضات السائدة[61].

مستقبلاً قد تنتقل صلاحية التعاقد مع مستشاري التعويضات رسمياً من يد قسم الموارد البشرية إلى يد لجنة التعويضات. تقضي شروط التسجيل الجديدة في سوق نيويورك للأوراق المالية بأن تكون لجنة التعويضات، بموجب ميثاق تشكيلها، الجهة الوحيدة المخولة بالتعاقد مع مستشاري التعويضات وتفويض هؤلاء بمساعدة اللجنة فيما يخص تقويم تعويضات المديرين التنفيذيين[62]. غير أن قسم الموارد البشرية سيحتفظ في جميع الأحوال بدوره المهم كمصدر مطلع يوصي بالاستعانة بمستشار دون آخر. وإذا ما أخذنا بالحسبان أن المستشارين يحصلون على القسم الأكبر من إيراداتهم عن طريق تقديم الخدمات المختلفة لقسم الموارد البشرية، يمكننا أن نجزم بأنهم لن يخسروا شيئاً من دوافعهم القوية لترك انطباع طيب لدى قسم الموارد البشرية وتجنب كل ما من شأنه أن يعكر صفو المدير العام. ومن هنا فإن الإصلاحات الأخيرة قد تقلص، لكنها لن تلغي، الانحراف الإضافي الناجم عن الدور المنحاز الذي يضطلع به مستشارو التعويضات.

وعلى كل حال فإن إعطاء لجنة التعويضات السلطة الحصرية للتعاقد مع مستشاري التعويضات من شأنه أن يدفع المستشارين إلى توجيه اهتمامهم نحو تطلعات اللجنة بدلاً من تطلعات المديرين. لكن من غير المتوقع أن يستشعر مستشارو التعويضات أي دوافع مباشرة للتركيز على مصالح حملة الأسهم، ومن هنا يمكن القول: بقدر ما سيحتفظ أعضاء المجلس بدوافعهم وميولهم لمحاباة المديرين، سيستمر مستشارو التعويضات على الغالب في مساعدتهم على فعل ذلك.

المديرون العامون المعينون حديثاً

يضطلع مجلس الإدارة بمهمة المصادقة على تعويضات المدير العام لدى تعيين مدير عام جديد للشركة، وكذلك أيضاً على نحو دوري أثناء سنوات عهد المدير العام في الشركة. وفي انتقاد لما كنا قد أوردناه في عمل سابق زعم كيڤن موري في أن المديرين العامين الجدد لن يكون لديهم ذلك القدر من القوة والنفوذ ولن تتوافر لهم الوسيلة للتأثير في قرارات مجلس الإدارة عندما يتفاوضون مع أعضاء المجلس على رزمة أجورهم الأولى. حتى إذا سلمنا بغياب المساومة على مطال الذراع عن مسرح التفاوض بين مجلس الإدارة والمدير العام

المستمر في قيادته للشركة، فإن هذا النوع من المساومة حاضر ودون أدنى شك، والقول لموري في، لدى تعيين مدير عام جديد، ولا سيما إذا كان هذا الأخير غريباً عن الشركة[63]. أما رؤيتنا للواقع فتقول إن مفاوضات مجالس إدارة الشركات مع المرشحين الجدد لتسلم منصب المدير العام ربما كانت أقرب قليلاً إلى نموذج المساومة على مطال الذراع، إذا ما قورنت بالمفاوضات مع المديرين العامين المستمرين في شغلهم لمناصبهم، لكنها كانت ولا تزال بعيدة جداً عن مضمون ذلك النموذج.

من المؤكد أن بعض العوامل الاجتماعية والنفسية التي تدفع أعضاء المجلس إلى محاباة المديرين التنفيذيين الذين على رأس عملهم لن تكون حاضرة عندما يتفاوض أعضاء المجلس حول ترتيبات التعويضات مع مدير جديد محتمل قادم من خارج الشركة. فالمرشح الجديد لمنصب المدير العام لم يكن له أي دور في تسمية أي من أولئك الأعضاء لعضوية مجلس الإدارة، ولذلك فإن أياً من أعضاء المجلس لن يشعر تجاه المدير الجديد المحتمل بواجب الالتزام والولاء الذي يشعر به تجاه المدير الذي دعم تسميته لعضوية المجلس. وبالإضافة إلى ذلك فإن روح الألفة والزمالة، التي تنمو بالتدريج عبر العمل معاً ضمن إطار مجلس إدارة الشركة، لن تكون قد تطورت بعد.

ومع ذلك فإن من المرجح أن المساومة بشأن التعويضات قد كانت بعيدة كل البعد عن مطال الذراع حتى في حالة التفاوض مع المرشحين الخارجيين لمنصب المدير العام. فبالنظر إلى أن المرشح قد يجلس قريباً على كرسي المدير العام إذا ما تكللت المفاوضات بالنجاح، سيستشعر أعضاء المجلس هنا أيضاً دوافع كبيرة لإرضاء ذلك المرشح. والمدير العام الجديد سرعان ما سيكون له نفوذه وتأثيره فيما يخص مستوى تعويضاتهم. كما أن موقعه سيعطيه أيضاً صلاحيات واسعة لتوزيع المكافآت على أعضاء المجلس كما يشاء.

ومن جهة أخرى فإن بعضاً من العوامل الاجتماعية والنفسية التي تدفع أعضاء المجلس إلى محاباة المدير العام المستمر في شغله لمنصبه ستكون حاضرة بالدرجة نفسها الدرجة في حالة التفاوض بشأن التعويضات مع المدير العام الجديد قبيل توليه المنصب. فحيث إن أعضاء المجلس سيتطلعون إلى العمل جنباً إلى جنب في جو من الزمالة مع المدير العام الجديد، لا بد أنهم سيسعون بطبيعة الحال إلى تهيئة كل الظروف كي تكون الانطلاقة

الجديـدة لطيفة سلسة. كذلك فإن الدوافـع التلقائية لتجنب مناقضة الذات، التي تدفع أعضـاء المجلس الذيـن يشغلون في الوقت ذاتـه مناصب مديريـن تنفيذيين في شركات أخرى ويتقاضون أجوراً مرتفعة لقاء مهامهم التنفيذية تلك، سوف تعمل عملها بالدرجة ذاتهـا في حالـة المدير العام الجديد الذي تولى منصبه لتوه. ولمـا كان أعضاء المجلس لا يملكون عادة إلا قدراً قليلاً من أسهم الشركة، فإن الخسارة المالية التي سيتحملونها من جـرّاء سخائهم المفرط في تعاملهم مع زميلهـم ورئيسهم الجديد ستظل بدورها صغيرة إلى حد الإهمال.

وأخـيراً فـإن الحدود التي يصطدم بها أعضاء المجلس من حيـث الزمن والمعلومة، التي تحـد من قدرة أصحـاب العزيمة والنوايا الطيبة منهم علـى الخوض في مساومة موضوعية مع المدير العام، قد ثبت حضورها بالدرجة ذاتها في مفاوضات مجالس الإدارة مع المديرين الجدد الخارجيين. وعلى حد تعبير راكيش كورانا فإن أعضاء مجالس الإدارة كانوا ولا يزالون بعيديـن كل البعد عـن الدقة حتى في انتقاء المدير العام الجديـد[64]. إن اختيار المدير العام غالبـاً ما يكون عاملاً أكثر أهميـة بالنسبة لمستقبل الشركة من تفاصيل برنامج التعويضات الـذي يبدأ معه مشـواره في قيادة الشركة. وإذا كان أعضاء المجلـس لا يبذلون إلا قليلاً من الجهد والاهتمام في اختيارهم المدير العام الجديد، فإنهم لن يبذلوا على الغالب الكثير من الجهد والاهتمام في مساومة المدير العام الجديد على تعويضاته.

وفضـلاً عن ذلك، وكما في حالة المديرين العامـين المستمرين في شغلهم لمناصبهم، فإن القيـود الزمنية ستضطر أعضـاء المجلس في دراستهم لبرنامج أجـور المدير العام الجديد إلى الاعتمـاد علـى المعلومـة والمشورة التـي يقدمها قسم المـوارد البشرية ومـن يستعين به ذلـك القسم مـن مستشاري التعويضات. وعناصـر قسم الموارد البشريـة يدركون جيداً أن الشخـص الذي يقومون اليوم بإعداد برنامـج تعويضاته ربما يكون رئيسهم في الغد. كذلك فـإن مستشـاري التعويضات يدركون بدورهم أن المدير العام القادم سيكون له كبير الأثر في قرار الشركة المستقبلي بشأن الاستمرار في الاستعانة بخدماتهم. ومن هنا يتضح أن عناصر قسم الموارد البشرية، وكذلك أيضاً مستشاري التعويضات، جميعهم كان لديهم على الدوام حافز حقيقي لاستخدام صلاحياتهم في محاباة المدير العام الجديد.

وفي النهاية، وإذا ما أخذنا بالحسبان النظرة السلبية التي ستوجه إلى مجلس الإدارة إذا ما فشل في التعاقد مع مدير عام بديل في الوقت المناسب، فإن من مصلحة أعضاء المجلس أن يضحوا بالمساومة الجدية إذا ما كانت ستقود إلى إيقاف عجلة الشركة. والموافقة على التعويضات التي يطالب بها المرشح لمنصب المدير العام تقلل كثيراً من خطر المساس بمشاعر المرشح ودفعه إلى الانسحاب، كما تجنب المجلس أيضاً خطر الاتهام بأنه يتعمد فرض شروط تعجيزية؛ وهي في ذلك تمثل الطريق الأسرع والأضمن لزيادة احتمال قبول المرشح بالعرض المقدم له. والمجلس لا يريد أن ينسب إليه إفساد الأمر عبر إضاعة الشخص الذي رأى المجلس ذاته أنه الأنسب لتولي مهام المدير العام في الشركة. وبالإضافة إلى ذلك فإن أعضاء المجلس يرغبون في إتمام عملية اختيار المدير العام الجديد بالسرعة الممكنة بغية تخفيف العبء الثقيل الملقى على عاتق المجلس. وفي الوقت ذاته فإن التكاليف التي قد يتحملها أعضاء المجلس في حال استسلامهم لمطالب التعويضات المفرطة التي يقدمها المرشح ضئيلة للغاية بالنظر إلى حصصهم المتواضعة من أسهم الشركة. وهكذا فإن أعضاء المجلس إذا ما تشبثوا بدور المساوم العنيد، يضعون أنفسهم أمام أحد احتمالين: ربح ضئيل أو خسارة كبيرة. وبالمقابل فإن المرشح منصب المدير العام لديه كل الدوافع للصمود والإصرار على أجور أعلى وأقل حساسية للأداء طمعاً في ضمان حصوله على دخل مرتفع حتى إذا ما كان أداؤه متواضعاً. كل هذه العوامل مجتمعة تعمل على ترجيح كفة المديرين العامين حتى لو كانوا جداً غريبين عن الشركة.

حالات إقالة المديرين العامين (على ندرتها)

سجل تواتر حوادث إقالة المدير العام من قبل مجلس الإدارة ارتفاعاً ملحوظاً في تسعينيات القرن الماضي بالمقارنة مع العقود السالفة. وقد عزي ذلك إلى تنامي دور الأعضاء المستقلين في مجالس إدارة الشركات[65]. وقد لقي توجه بعض مجالس الإدارة إلى التفكير في إقالة المدير العام بسبب ضعف أدائه قدراً كبيراً من الاهتمام بصفته يمثل مؤشراً قوياً على حدوث تطور حقيقي على صعيد حوكمة الشركات[66].

اعتبر منتقدو عملنا السابق، من أمثال هولمان جنكنس الصحفي الذي يكتب عموداً في مجلة وول ستريت جورنال، أن تنامي استعداد مجالس الإدارة لإقالة المديرين العامين يقيم

الدليل على أن المجالس تتعامل مع المديرين بالفعل على مطال ذراعها[67]. فمجلس الإدارة الذي يذهب في تعامله مع المدير العام إلى حد التلويح بالإقالة قادر بالتأكيد، وفق حجة هؤلاء، على التفاوض بشأن التعويضات على مطال الذراع. غير أن ظاهرة إقالة المدير العام، أو دفعه إلى الاستقالة، عاجزة في حقيقة الأمر عن إقامة الدليل على التعامل على مطال الذراع بين المجلس والمدير.

إن من المهم أن نحفظ في الذاكرة أن تواتر حوادث الإقالة لا يزال ضعيفاً إلى أبعد الحدود. وقد بينت دراسة شملت أكثر من 1000 شركة أن نسبة المديرين العامين الذين استقالوا أو أرغموا على الاستقالة بسبب ضعف الأداء أثناء المدة الممتدة من 1993 وحتى 1999، كانت أقل من 1 بالمئة في العام[68]. كما كشفت دراسة أخرى عن أن إيرادات المديرين العامين في الشركات المسهمة العامة أقل حساسية للأداء على نحو واضح من إيرادات نظرائهم في الشركات الرديفة التابعة[69]. والمديرون العامون في الشركات المسهمة العامة ليسوا مهددين بخطر الإقالة إلا إذا كان أداء تعيساً للغاية أو إذا تعمد أحدهم إساءة استخدام سلطاته. فمجلس الإدارة لن يلجأ إلى اتخاذ إجراء كهذا إلا إذا تعرض لضغوط خارجية شديدة من النوع الذي يتولد نتيجة خطأ إداري جسيم وفاضح أو سلوك لا أخلاقي من جانب المدير العام.

وفضلاً عن ذلك فإن مجلس الإدارة يعمد في الحالات النادرة التي يطلب فيها من المدير العام تقديم استقالته إلى إغداق العطاءات المجانية على هذا الأخير ضمن ما يعرف باسم رزمة «مع السلامة» – مبالغ مالية ومكاسب وتسهيلات خارج إطار تعويضات إنهاء الخدمة المنصوص عليها في العقد – كي يكون الرحيل حلواً جميلاً. وسوف نأتي إلى مناقشة هذا النوع من العطاءات المجانية بشيء من التفصيل في الفصل 7. وسواء كانت تلك العطاءات المجانية ضرورية للتغلب على معارضة بعض أعضاء المجلس لأي إجراء من شأنه أن يؤذي المدير، أو كانت مجرد وسيلة لتهدئة النفوس وتجنيب المجلس بعض المضايقات التي قد يتعرض لها من جرّاء إقصاء المدير من منصبه، فإن تواتر استخدامها في الحالات التي يطلب فيها المجلس من المدير المغادرة يشير إلى أن أعضاء المجلس لا يتعاملون مع المدير العام على مطال الذراع.

حتى لو سلمنا جدلاً بأن مجالس الإدارة قادرة على اتخاذ قرارات مستقلة بشأن إقالة المديرين في حالات الأزمات، فإن هذا لا يعني بالضرورة أنها قد تتخذ قرارات مستقلة في الأحوال العادية عندما يتعلق الأمر بمهام اعتيادية من شاكلة ترتيبات التعويضات. عندما يكون أداء الشركة تعيساً يتعرض أعضاء المجلس لضغوط خارجية متنامية تدفع بهم إلى إيجاد حل. قد يخشى أعضاء المجلس، إن هم ظلوا ساكنين ولم يفعلوا شيئاً، من أن ذلك قد يعد تقصيراً واضحاً عن أداء مهامهم، الأمر الذي قد يثير موجة من الانتقادات المحرجة في الأوساط المعنية، وربما ينتهي الأمر إلى تحديات انتخابية تهدد عضوية بعضهم. عندما يصل الأمر إلى حد تعرض مصالح أعضاء المجلس المباشرة للخطر، فإن دوافع هؤلاء إلى إقالة المدير العام قد تتغلب بالفعل على العوامل الاجتماعية والنفسية وعلاقات الزمالة وغيرها من العوامل التي تدفع بهم في الأحوال العادية إلى الابتعاد عن كل ما من شأنه أن يغضب المدير العام. لكن خطر حدوث مثل تلك التطورات ضئيل جداً، إن لم يكن معدوماً، حين يقف المجلس أمام مسؤوليته الاعتيادية فيما يخص المصادقة على ترتيبات تعويضات لا يبدو عليها فرط السخاء على هذا النحو الفاضح.

تفاوت عمليات تحديد الأجور بين الأفضل والأسوأ

بالرغم من ابتعاد عملية تحديد الأجور عن المساومة على مطال الذراع في الغالبية العظمى من الشركات المسهمة العامة، فإن سير تلك العملية كان في بعض الشركات أفضل بوضوح منه في بعضها الآخر. فالعوامل العديدة التي تعرقل المساومة على مطال الذراع – نفوذ المديرين التنفيذيين فيما يخص تسمية أعضاء المجلس، صلاحيات المديرين في مكافأة الأعضاء الأكثر مرونة وتعاوناً، المؤثرات الاجتماعية والنفسية التي تدفع أعضاء مجالس الإدارة إلى محاباة المديرين، محدودية التكاليف التي يتحملها أعضاء المجلس أنفسهم من جراء محاباتهم المديرين التنفيذيين، وكذلك أيضاً العوز الذي يعانيه أعضاء المجلس في الوقت والمعلومة – هذه العوامل جميعها تتأرجح في شدتها من شركة إلى أخرى. وكلما كانت محصلة هذه العوامل مجتمعةً أقوى وأشد، كان الانحراف عن المساومة على مطال الذراع أكبر وأكثر وضوحاً. في الفصل 6 سوف نأتي على مناقشة دلائل تشير بقوة إلى أن أجور

المديـر العام تبلغ مستويات أعلى وتبدي حساسية أقل لـلأداء، كلما ازداد نفوذ المدير العام واتسعت سلطته على أعضاء مجلس الإدارة.

ويمثـل مـا تتباين درجة انحراف تعامـل المجلس مع المدير عن منطـق مطال الذراع بين شركـة وأخـرى، فإنها تخضع أيضاً لتطورات من نوع آخـر يفرضها عامل الزمن. والحقيقة أن العوامل التي تعرقل التفاوض على مطال الذراع تمثل إلى حد بعيد حصيلة جملة القواعد القانونيـة الساريـة والسياسـات العملية التـي تعتمدها الشـركات. والقواعـد والسياسات الراهنـة جعلت أعضاء مجالس الإدارة عرضة لتأثـير جملة من الحوافز والدوافع والعوامل التي تمنعهم من مساومة المديرين على مطال الذراع بشأن الأجور.

لا شك في أن المستقبل قد يختلف عن الماضي. والواقع أن البعض يذهب إلى الاعتقاد بأن عمليـة تحديـد الأجور، وإن كانت إلى اليوم لا تجسد مبدأ التفاوض على مطال الذراع، لا بد لها من أن تتحرك بفعل شروط التسجيل الجديدة التي أقرتها أسواق الأوراق المالية في العام 2003، التي تقضي بتعزيز دور الأعضاء المستقلين في مجالس إدارة الشركات، لتقترب كثيراً في المستقبـل المنظور من الصورة المثاليـة للتفاوض القائم على مبدأ مطال الذراع. غير أننا نرى أن التعديلات التي أدخلت على شروط التسجيل في أسواق الأوراق المالية، كما أوضحنا سابقـاً، سـوف تضعف العوامل المختلفـة التي دأبت إلى اليوم على دفـع أعضاء المجلس إلى محاباة المديرين على حساب حملة الأسهم، لكنها لن تقوى على اجتثاث تلك العوامل.

بالرغـم مـن التغيـيرات التي أدخلـت على شـروط التسجيل فـإن الأعضـاء المستقلين في مجالـس الإدارة سـوف يجدون، كما في السابـق، أن تجنب النزاع مـع المدير العام يمثل الاستراتيجية الأكثر أماناً لضمان إعادة الانتخاب لعضوية جديدة في المجلس، وكذلك أيضاً للظفـر بحصـة من المكافـآت التي يقدمها المديـر العام عبر قنوات كثـيرة ستبقى في جميع الأحوال تحت تصرفه. العوامل الاجتماعية والنفسية: كروابط الصداقة، والزمالة، والولاء، وروح الجماعـة، ومشاعـر الاحـترام تجاه قائـد الشركة، سوف تستمـر جميعها في تحريك الكثيريـن مـن أعضاء المجلس. ولـن يكون هناك إلا القليل مما يحضـ أعضاء المجلس على مقاومة تلك الدوافع والتوجهات، طالما أن التكاليف الشخصية التي يتحمّلها أعضاء المجلس من جرّاء محاباتهم للمديرين باقية على ما هي عليه من الضآلة والصغر.

لقد زعم خبراء حوكمة الشركات في كتاباتهم التي حملت تواريخ الردح الأخير من تسعينيات القرن الماضي أن تنامي غلبة الأعضاء المستقلين أثناء ذلك العقد قد حقق نجاحاً ملحوظاً على صعيد إعطاء المجلس دوراً أكثر فاعلية في مراقبة أداء المدير العام والإشراف عليه[70]. غير أن الواقع يؤكد، كما رأينا سابقاً، أن مظاهر الانحراف عن منطق التفاوض على مطال الذراع قد ظلت حاضرة بقوة. وباعتقادنا فإن التوقعات الحالية بأن شروط التسجيل الجديدة في أسواق الأوراق المالية من شأنها أن تعيد السيادة إلى منطق التفاوض على مطال الذراع هي بدورها توقعات لا مسوغ لها ولا ضامن. في الفصلين 15 و 16 سوف نقترح بعض الإصلاحات القادرة على تقليص سلطة المديرين العامين على مجالس إدارة شركاتهم. أما هنا فلا يسعنا إلا أن نختم هذا الفصل بخلاصة مفادها أن تضاريس تعويضات المديرين التنفيذيين قد تأثرت كثيراً بسلطة المديرين العامين على أعضاء مجالس الإدارة، ولا بد لنا من تبني إصلاحات إضافية إذا ما أردنا لمعالم تلك التضاريس أن تنعتق حقاً من قيود التأثر الشديد بنفوذ المديرين العامين.



3 قدرة المسهمين المحدودة على التدخل

أعضاء مجلس الإدارة يتمتعون بالقدرة والسلطة والصلاحيات الواسعة لصنع القرار بشأن تعويضات المديرين التنفيذيين.

محكمة ديلاوير العليا

بريم ف. آيسنر، 2000

بعد أن رأينا أن مجالس الإدارة لم تكن تتعامل مع المديرين التنفيذيين على مطال الذراع، ننتقل هنا إلى السؤال عما إذا كان هناك عوامل أخرى من شأنها أن تضطر مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين إلى تبني النوع ذاته من عقود الأجور المتوقع أن ينتج نظرياً من التفاوض على مطال الذراع.

وعلى وجه التحديد يمكن القول إن مساعي حملة الأسهم لتقييد ترتيبات تعويضات المديرين قد توزعت بين ثلاثة مسالك: (1) مقاضاة مجلس الإدارة؛ (2) التصويت ضد خطط التعويضات القائمة على خيارات الأسهم؛ (3) العمل على إصدار التوصيات التي تحمل اسم قرارات حملة الأسهم. وكما سنوضح في فقرات هذا الفصل فإن أياً من تلك السبل لم يفلح في تمكين حملة الأسهم من وضع قيود حقيقية على أجور المديرين.

المقاضاة

إننا ببساطة لا نعتقد بإمكانية معالجة المشكلات المتعلقة بتعويضات المديرين عبر القنوات القضائية. فالمحاكم بكل بساطة غير مؤهلة للبت في أهمية رزم التعويضات وسياسات الأجور المختلفة. إذا أردنا أن نفهم التضاريس الحالية لتعويضات المديرين فإن علينا أن نأخذ بالحسبان أن الهيئات القضائية قد دأبت في حقيقة الأمر على تجنب الدخول

في متاهات تصميم ترتيبات الأجور، وأن خيار اللجوء إلى القضاء لم يكن يوماً متاحاً على نحو فعلي أمام حملة الأسهم.

نظرياً يمكن لحملة الأسهم التوجه إلى القضاء للطعن في الجدوى الاقتصادية لرزم التعويضات المقدمة للمديرين باعتبارها تمثل تجاوزات يرتكبها أعضاء مجلس الإدارة والمديرون على حد سواء بحق واجباتهم الائتمانية تجاه حملة الأسهم. وإذا ما اضطرت المحكمة بوجه أو بآخر إلى الخوض في قضية من هذا القبيل، فإن من غير المتوقع على الإطلاق أن تقوم بإجراء مراجعة موضوعية دقيقة للاستحقاقات المالية الحقيقية المتضمنة في ترتيبات التعويضات. من الناحية العملية يمكن القول إن المراجعات القضائية قد عجزت دوماً عن فرض أي قيود فعلية على أجور المديرين. وبالفعل فقد كشفت دراسة أجريت في العام 1992 أن المحاكم في الغالبية العظمى من قضايا الشركات قد رفضت في نهاية المطاف مطالب حملة الأسهم الداعية إلى الانقلاب على قرارات اتخذتها مجالس الإدارة في بعض الشركات المسهمة العامة[1].

في ظل القاعدة القانونية السائدة التي تعرف باسم قاعدة أحكام العمل تأخذ المحاكم ببساطة بقرارات مجلس الإدارة، وترفض مراجعة الاستحقاقات الفعلية المتضمنة فيها، طالما أن تلك القرارات تستوفي جملة الشروط القانونية المطلوبة في عملية صنع القرار. في حالة تعويضات المديرين إذا كان اتفاق التعويضات مصدقاً من قبل أعضاء مستقلين (اسمياً) في مجلس الإدارة توافرت لديهم المعلومات اللازمة، فإن قرار أولئك الأعضاء يتمتع بالحصانة القانونية بموجب قاعدة أحكام العمل. وفضلاً عن ذلك فإن الهيئات القضائية لم تكن تدقق كثيراً في المعطيات التفصيلية لدى حكمها فيما إذا كانت عملية صنع القرار في مجلس الإدارة تحقق بالفعل الشروط القانونية المطلوبة. بل إن الهيئات القضائية قد أجازت على العموم الاستناد إلى الحصانة القانونية بموجب أحكام العمل لمجرد أن رزمة التعويضات قد تمت مناقشتها وتصديقها من قبل لجنة تعويضات مكونة من أعضاء مستقلين توافرت لديهم بعض المعطيات أو استمعوا إلى عرض قدمه بعض من خبراء التعويضات من داخل الشركة أو من خارجها.

طالما أن عملية صنع القرار تحقق تلك الشروط الميسرة فإن المحكمة سوف تبادر على العموم إلى الاستناد إلى قاعدة أحكام العمل، وسوف ترفض النظر في حجج الادعاء التي تقول إن رزمة التعويضات التي حظيت بتصديق المجلس كانت منافية للمنطق العقلاني. الحجة الوحيدة التي قد تبدي المحكمة استعداداً لسماعها هي أن رزمة التعويضات المعينة قد بلغت حداً من اللاعقلانية يمنع أي إنسان عاقل من الموافقة عليها، وأنها بذلك تمثل ببساطة «هدراً» فاضحاً لموارد الشركة[2]. غير أن هذا المقياس يمثل، كما وصفته محكمة ديلاوير العليا، «اختباراً بالغ الصعوبة، يندر أن تجتمع خيوطه في يد فريق الادعاء من حملة الأسهم»[3]. وقد وصف أحد مشاهير القضاة القضايا التي يمكن فيها إثبات «الهدر» بأنها -شأنها شأن حوادث ظهور وحش بحيرة نيس- نادرة إلى الحد الذي يثير الشك في وجودها[4].

لما كان من الممكن دائماً تقديم بعض الحجج للدفاع حتى عن أسوأ خطط التعويضات وأكثرها إضراراً بمصلحة الشركة، فإن تحقيق المعيار المطلوب لتدخل القضاء يمثل أمراً بالغ الصعوبة. وبالفعل فقد بنيت دراسة قام بها مارك لوفنشتاين أن محاكم الاستئناف لم تصدر في تاريخ قضايا الشركات المسهمة العامة قراراً واحداً تثبّت فيه حكماً يقضي بتقليص حجم تعويضات الجهاز التنفيذي على أساس نظرية الهدر[5].

وحرصاً على الشمولية ينبغي أن نلحظ هنا أيضاً أن حملة الأسهم الراغبين في الطعن ببعض ترتيبات تعويضات المديرين يواجهون، بالإضافة إلى ما تقدم، جملة من الحواجز الإجرائية تجعلهم يجدون صعوبة بالغة حتى في إيصال ادعائهم المادي إلى آذان القضاة. فالتعويضات المفرطة لا تسبب ضرراً مباشراً لحملة الأسهم، وإنما تلحق بهم ضرراً غير مباشر عبر الإضرار بقيمة حصصهم من حقوق ملكية الشركة. في ظل قانون الشركات الراهن تنحصر صلاحيات حملة الأسهم في حالات كهذه بوجه عام في رفع ما يسمى «دعوى ثانوية» - دعوى مقدمة للقضاء نيابة عن الشركة. وحيث إنَّ مجلس الإدارة، وليس حملة الأسهم، هو الجهة المخولة عموماً باتخاذ القرارات نيابة عن الشركة -بما في ذلك قرار رفع دعوى قضائية- فإن المحاكم قد فرضت تقييداً شديداً على قدرة المسهمين على متابعة مسيرة الدعوى الثانوية.

من القيود الإجرائية الرئيسة ما يعرف باسم «شرط الطلب»، ومفاده إرغام حملة الأسهم على تقديم طلب رسمي إلى مجلس الإدارة لدراسة المشكلة ومعالجتها، قبل أن يسمح لهم برفع دعوى قضائية. وفي حال عدم تقديم هذا «الطلب» فإن من حق المجلس عموماً أن يصرف النظر عن القضية[6].

إذا طلب المسهمون من المجلس متابعة مشكلة التنازع، فإن المجلس يأخذ بزمام الدعوى القضائية وقد يقرر ببساطة إيقافها. فإذا ما أعطى المجلس الانطباع بأنه قد تصرف باستقلالية واهتم بدراسة الادعاء على نحو معقول، فإن المحكمة سوف تحترم قرار المجلس وتغلق ملف القضية، وسوف تنهي مغامرة الدعوى القضائية بالعودة مجدداً إلى قرار التعويضات الأصلي الصادر عن المجلس. وبالنتيجة فإن السبيل الوحيد الذي يتيح للمسهمين المضي قدماً في متابعة الدعوى هو الالتفاف على «شرط الطلب». والالتفاف على ذلك الشرط يقتضي أن ينجح المسهمون في إقناع هيئة المحكمة بأن تقديم مثل ذلك الطلب إلى المجلس مسألة «عقيمة» لا طائل منها.

غير أن إثبات عدم جدوى «الطلب» يقتضي أن يقوم فريق الادعاء بتقديم حقائق تفصيلية دقيقة تثير شكوكاً حقيقية حول نزاهة أعضاء المجلس واستقلاليتهم. وهذا الشرط من الصعب تحقيقه، ولا سيما إذا ما أخذنا بالحسبان أن فريق الادعاء في هذه المرحلة من مراحل الدعوى لم يحصل بعد على فرصة المطالبة بفتح تحقيق يتيح له الوصول إلى الوثائق ذات الصلة أو إلى أي إقرار رسمي من جانب المدعى عليهم.

وأخيراً، وحتى إذا ما نجح المسهمون في الالتفاف على شرط الطلب عبر إثبات عدم جدوى الطلب، فإن مجلس الإدارة يحتفظ بحقه في تشكيل «لجنة مقاضاة خاصة» من أعضائه المستقلين للنظر فيما إذا كان استمرار الدعوى القضائية ينسجم مع «المصلحة العليا» للشركة. وإذا ما اقترحت اللجنة إيقاف الدعوى، فإن المحكمة غالباً ما سوف تحترم قرار اللجنة وتعلن إغلاق ملف الدعوى. وإجمالاً فإن على المسهمين التغلب على العديد من العراقيل الإجرائية قبل أن تقبل هيئة المحكمة الاستماع لادعاءاتهم بشأن تعويضات المديرين. وحتى عندها يظل أمامهم مهمة الفوز في المعركة القانونية حول مشروعية التعويضات

المتنازع عليها – وهي مهمة شبه مستحيلة بالنظر إلى الاحترام الذي يكنه القضاة لأحكام وقرارات أعضاء مجالس الإدارة فيما يتعلق بشؤون أعمال شركاتهم.

حظيت قضية شركة ديسني، التي تناقلتها محاكم ديلاوير أثناء الآونة الأخيرة، بقدر كبير من الاهتمام. وقد ذهب البعض إلى القول إن مجريات تلك القضية تبشر بتغير حقيقي في موقف القضاء من مسألة ترتيبات التعويضات[7]. تدور القضية حول مايكل أوفيتز الذي غادر ديسني بعد أن شغل فيها منصب الرئاسة مدة تقل عن عام واحد. وبالرغم من إجماع الأوساط المعنية على وصف أداء أوفيتز بالبائس والخائب، فقد أدار هذا الأخير ظهره للشركة ومضى حاملاً في جعبته رزمة تعويضات قدرت قيمتها بأكثر من 100 مليون $ بفضل الشروط المجحفة التي ينص عليها بند الإقالة في عقد الاتفاق، التي تفصل تعويضات الإقالة كلياً عن الأداء وتقدم بذلك مثالاً للحوافز العكسية. في ظل أحكام ذلك البند يحتفظ أوفيتز في حالة الإقالة، حتى لو كان السبب ضعف الأداء، بحقه في الحصول على كامل تعويضاته التي كان سيتقاضاها لو تسنى له البقاء في منصبه طوال المدة المنصوص عليها في العقد، ولا يخسر ذلك الحق إلا في حال ارتكابه «مخالفة قانونية» صريحة.

في بادئ الأمر أيدت محكمة ديلاوير العليا قرار محكمة البداية القاضي بعدم الاستماع إلى حجج الادعاء التي تصف رزمة تعويضات أوفيتز بأنها تضر بمصلحة الشركة عبر الحوافز العكسية التي تقدمها للرئيس.غير أن المحكمة العليا أعطت فريق الادعاء فرصة الرجوع إلى محكمة البداية وتقديم شكوى معدلة تقوم على أخطاء قانونية ارتكبها مجلس الإدارة في عملية تحديد التعويضات. وعندما قام فريق الادعاء بعدئذ بكشف بعض الحقائق التي تشير بقوة إلى أن لجنة التعويضات قد تصرفت بقدر فاضح من عدم المبالاة في تصايقها على رزمة التعويضات المتنازع عليها، قررت محكمة البداية إعادة النظر في القضية والسماح بمتابعتها. والقضية اليوم قيد البحث والتداول لدى الهيئات القضائية المختصة. وقد رأى الكثيرون في مجرد قبول المحكمة بمتابعة تلك القضية، بدلاً من مواجهتها بالرفض المبدئي المعهود، نصراً عظيماً لفريق الادعاء من حملة الأسهم.

وعلى الرغم من أن عملية المقاضاة ربما تعيد لحملة أسهم شركة ديسني جزءاً من أموالهم المهدورة، إلا أنها في الحقيقة تسلط الضوء على الحدود الضيقة لهامش تدخل

القضاء في المسائل الخلافية المتعلقة بالتعويضات. إننا لا نجد في مجريات القضية أي مؤشر حقيقي على استعداد الهيئات القضائية لمراجعة الاستحقاقات المالية المتضمنة في ترتيبات التعويضات. والأنكى من ذلك أن القضية لم تحصل على فرصتها في الاستمرار والتقدم إلا بفضل ظروف فردية خاصة أكدت صدقية الادعاء بأن أعضاء مجلس الإدارة قد تصرفوا بقدر غير معقول من المبالاة. فقد قام فريق الادعاء من حملة أسهم ديسني بكشف حقائق تبين أن لجنة التعويضات قد صّدقت برنامج التعويضات المتنازع عليه بعد بحث لم يستغرق سوى جزء صغير من اجتماع لم تتجاوز مدته الساعة الواحدة، وأن اللجنة قد اتخذت قرارها بالموافقة على ترتيبات التعويضات تلك دون الحصول سلفاً على أي معلومات ذات صلة بالموضوع أو أي توصيات من جانب خبراء التعويضات، حتى دون الاطلاع على مسوَّدة الاتفاق. ومن المؤكد أن مجالس إدارة الشركات يمكنها أن تضمن مستقبلاً بكل سهولة عدم تكرار توافر مثل تلك الظروف الخاصة.

وهكذا فإن قضية ديسني تبين فقط أن الهيئات القضائية قد تبدي استعداداً للاستماع إلى دعوى قضائية ضد أعضاء مجلس الإدارة إذا ما عجز هؤلاء عن إبراز أي مستند ورقي يبين على الأقل حداً أدنى من الجدية وقدراً أدنى من المداولة والمشاورة في تعاطيهم مع موضوع الخلاف. بمجرد أن تقوم لجنة التعويضات بإبراز ما يثبت أنها قد تلقت بعض المعلومات والمعطيات ذات الصلة بالموضوع وأمضت بعض الوقت في دراسة تلك المعطيات، لم تكن الهيئات القضائية لتبدي أي مؤشر يشير إلى استعدادها للتخلي عن موقفها الثابت (والمفهوم) الراغب عن تقييد صلاحيات أعضاء مجلس الإدارة في التكيف برزم التعويضات شكلاً ومضموناً.

التصويت على برامج الخيارات

في العام 2003، أقرت هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي إجراء تعديلات على القوانين الناظمة لأسواق الأوراق المالية تقتضي تصويت المسهمين على برامج التعويضات القائمة على خيارات الأسهم. عندئذ سوف يتسنى لعموم حملة الأسهم، على الأقل نظرياً، التأثير في تعويضات المديرين التنفيذيين عبر التصويت على برامج الخيارات.

غير أن حملة الأسهم كانوا يصوتون أصلاً على معظم برامج خيارات الأسهم، حتى قبل أن يكتسب التصويت على برامج الخيارات صفته الملزمة[8]. فقد كان لحملة الأسهم الحق في كثير من الحالات، بموجب قانون الشركات في الولاية المعنية أو بموجب القواعد القانونية لسوق الأوراق المالية المعنية، في التصويت على خطط التعويضات القائمة على حقوق الملكية بالموافقة أو الرفض. وحملة الأسهم في الشركات المسجلة في سوق نيويورك على سبيل المثال كانوا يتمتعون بحق التصويت على جميع برامج الخيارات. كذلك فإن قوانين الشركات في مختلف الولايات تشترط موافقة حملة الأسهم على أي تعديلات يراد إجراؤها على ميثاق الشركة، واعتماد بعض من خطط الخيارات يقتضي زيادة عدد الأسهم المرخصة في ميثاق الشركة. وأخيراً فإن أسواق الأوراق المالية كان لديها قبل تعديلات 2003، قواعدها القانونية التي تشترط موافقة حملة الأسهم على جميع خطط خيارات الأسهم التي تفتقر إلى بعض التفصيل أو الوضوح.

وحتى في الحالات التي لم تكن فيها الشركات ملزمة بطرح خطط الخيارات للتصويت عليها من قبل حملة الأسهم، فإن مجالس الإدارة كثيراً ما كانت تفعل ذلك طوعاً. إن الفقرة 162(m) من القانون الضريبي الأمريكي لا تجيز اقتطاع التعويضات التي تتجاوز مليون دولار في العام من الالتزامات الضريبية السنوية إلا إذا كانت تلك التعويضات قائمة على أساس الأداء. ومن شروط إقرار خطط التعويضات القائمة على أساس الأداء أن تحظى أولاً بموافقة حملة الأسهم. ومن هنا فإن مجالس الإدارة، في سعيها إلى الاحتفاظ بحقها في اقتطاع تعويضات المديرين من الالتزامات الضريبية المترتبة على الشركة، كثيراً ما كانت تسمح لحملة الأسهم بالتصويت على برامج الخيارات حتى في الحالات التي لم يكن التصويت فيها شرطاً ملزماً منصوصاً عليه في قانون الشركات أو في القواعد القانونية المعتمدة في سوق الأوراق المالية. وأخيراً فإن مجالس الإدارة كثيراً ما كانت تسعى إلى انتزاع تصديق حملة الأسهم على خطط الخيارات لما في ذلك من حصانة مضاعفة للمجلس في مواجهة أي دعاوى قضائية محتملة في المسائل الائتمانية ذات الصلة باستخدام التعويضات القائمة على خيارات الأسهم[9].

ولسوء الحظ فإن تصويت المسهمين على خطط الخيارات لم يكن ليمثل عائقاً حقيقياً في وجه أشكال الانحراف عن منطق المساومة على مطال الذراع. في حالة المديرين الجدد لم تكن الخطط التي يصوت عليها المسهمون تتضمن عموماً أي تفصيل حول شكل أو بنية التعويضات التي سيتقاضاها مدير بعينه، بل كانت تقتصر عوضاً عن ذلك على عرض بعض المعاملات التي تحدد الإطار العام لاستخدام خيارات الأسهم كالعدد الكلي للخيارات التي يمكن تقديمها ضمن إطار الخطة على سبيل المثال. أي أن حملة الأسهم لم يكن بمقدورهم رفض أو تأييد رزمة أجور معينة مقدمة لمدير بعينه.

لا شك في أن حملة الأسهم كانوا قادرين على رفض خطة خيارات معينة للتعبير عن احتجاجهم على التعويضات غير المناسبة المقدمة للمدير العام. لكن لم يكن بمقدورهم البتة الاعتماد على حق الرفض ذاك في سعيهم إلى تحسين أحوالهم. عندما يكون تصديق المسهمين على خطة ما عاملاً حاسماً بالنسبة لمسألة استبقاء المدير في الشركة، فإن معارضة المسهمين لتلك الخطة من شأنها أن تقود بالفعل إلى إيقاع الشركة في أزمة إدارية. وبالإضافة إلى ذلك فإن فشل المجلس في الحصول على تصاديق حملة الأسهم قد يدفع به إلى تقديم تعويضات إضافية بديلة قد تأخذ أشكالاً أقل جدوى وأكثر كلفة بالنسبة لحملة الأسهم. يمكن للمجلس أن يتحول ببساطة من خيارات الأسهم إلى ترتيبات أخرى مشابهة لها لكنها لا تقتضي إصدار سندات مالية فعلية، كحقوق تقدير ورفع قيمة الأسهم على سبيل المثال. هذه الحقوق تضمن للمديرين الحصول مستقبلاً على أجور نقدية تستند إلى تقديراتهم الشخصية لقيمة أسهم الشركة. وربما يلجأ المجلس إلى بدائل أكثر سوءاً ويعرض على المديرين تعويضات مستقلة تماماً عن حقوق الملكية، من شاكلة خطط المكافآت النقدية الاستثنائية الضخمة مثلاً وهذا النوع من خطط التعويضات، كما سوف نوضح في الفصل 10 من الكتاب، كثيراً ما يكون مفصولاً عن الأداء إلى حد بعيد.

وفضلاً عن ذلك، وفي الحالات التي تكون فيها موافقة حملة الأسهم مطلوبة في المقام الأول من أجل تمكين الشركة من الاستفادة من إمكانية الاقتطاع الضريبي، فإن حملة الأسهم سيمن دون كمن يتعمد إيذاء نفسه بنفسه إذا ما بادروا إلى رفض خطة الخيارات المعنية. فقدرة مجلس الإدارة على إقرار خطط الخيارات لن تتأثر في هذه الحالة بنتيجة التصويت،

وكل مـا هنالك أن المسهمين سيكونون قـد فوتوا على شركتهم ببساطة فرصة الاستفادة من الخصـم الضريبـي. وبالفعل فإن المـواد الدعائية التي دأبت الشركات علـى توزيعها ضمن إطـار حملات التصويت في مثل تلك الحالات قد عنيت عموماً بلفت انتباه حملة الأسهم إلى أن مجلسـ الإدارة قد يمضي قدماً في اعتماد خطط الخيارات المتنازع عليها دون موافقتهم إذا مـا اقتضى الأمر، كمـا أن المستثمرين المؤسساتيين قد بنـوا حساباتهم في تلك الحالات بصـورة عامـة علـى أن مجلسـ الإدارة كان جاداً في تلويحـه بإقرار خطـط الخيارات دون موافقة المسهمـين[10]. واليوم وقد باتت موافقة المسهمين شرطاً ملزماً بالنسبة لمعظم خطط الخيـارات، فإن الشركات لن يكون بإمكانها الاستمـرار في التهديد بإقرار خطط الخيارات دون موافقـة المسهمـين. غـير أن المسهمين سوف يظـل لديهم على كل حال مـا يشغلهم من الهمـوم بشأن احتمال تحول مجلس الإدارة إلى تقديم جوائز ترضية للمديرين عبر عروض التعويضـات السخية غير القائمة على خيـارات الأسهم التي قد تحمل حملة الأسهم خسائر أكـبر ولا سيمـا إذا مـا نظرنا إلى التكلفة النهائيـة بعد احتساب الضريبـة أو إلى التكاليف الإضافية التي تترتب على تقديم حوافز بديلة.

ومن المفيد أن نلحظ هنا أيضاً أن عمليات التصويت الحالية في الشركات المسهمة العامة تخبئ بين طياتها العديد من عوامل الانحياز التي ترجح جميعها كفة المشروعات التي تحظى بدعم الجهاز التنفيذي في الشركة. فبالنظر إلى صعوبة تنظيم أي مبادرة على نحو جماعي يمكـن الجزم بأن من غير المجـدي بالنسبة لأي من حملة الأسهم أن يفكر في بذل قدر كبير مـن الجهد والمال في إدارة حملة ضد خطة الخيارات التـي يقترحها المجلس. وخلافاً لذلك فإن الشركة تغطي بالمقابل مختلف أشكال التكاليف التي تترتب على حملة اجتذاب الأصوات لصالح مشروع المجلس.

وفضلاً عـن ذلك فقد كان بإمكان المديرين التنفيذيـين في جميع الأحوال الاعتماد على أصـوات أخـرى لم تقصر يوماً عن الانضمام إلى أصواتهم. هنـاك شركات كثيرة تعتمد ما يعـرف بخطة تمليـك الأسهم للعاملين، والموظف الـذي تعينه إدارة الشركـة قيّماً على تلك الأسهم، والذي يملك صلاحية التصويت عن تلك الأسهم، من المتوقع أن يميل بوجه عام إلى التصويت لصالح المشروعات المدعومة من قبل الجهاز التنفيذي. وبالإضافة إلى ذلك، وكما

بات اليوم معروفاً على نطاق واسع، فإن أصوات بعض المستثمرين المؤسساتيين كانت بدورها منحازة بوضوح لصالح الجهاز التنفيذي[11]. فالكثير من المؤسسات الاستثمارية، بما فيها مؤسسات التأمين والصناديق التعاونية والمصارف وغيرها، كانت مرتبطة بصفقات عمل، أو تأمل بالدخول في صفقات عمل مع الشركة، كأن تتولى إدارة الحسابات التقاعدية للعاملين في الشركة على سبيل المثال. ومن هنا فإن تلك المؤسسات كانت لديها مصلحة واضحة في الحفاظ على علاقات طيبة مع الجهاز التنفيذي في الشركة. وبالفعل فإن الأرقام تؤكد وجود تناسب واضح بين متانة علاقات العمل التي تربط الشركة بالمؤسسات الاستثمارية الحاملة لأسهمها من جهة، وحجم تعويضات المدير العام للشركة من جهة ثانية[12].

بالنظر إلى أن كلاً من المؤسسات المالية الاستثمارية تدرك تماماً أن أصواتها لن يكون لها على الأرجح ذلك الدور الحاسم في تحديد نتيجة التصويت، وأن المكاسب المتوخاة من التصويت لصالح التعويضات المجدية والفاعلة سوف تتوزع على جميع المؤسسات الاستثمارية الحاملة لأسهم الشركة ولن ينال المؤسسة ذاتها إلا النزر اليسير منها، نجد أن من الطبيعي أن تبني المؤسسات المالية الاستثمارية قرارها بشأن التصويت في المقام الأول على أساس مصالحها الخاصة المتعلقة بصفقات العمل الأخرى التي تربطها بالشركة. وقد حظيت هذه المشكلة باهتمام كبير من قبل الأوساط المعنية في سياق اندماج شركتي إتش بي و كومباك في العام 2002. في تلك القضية ارتفعت أصوات كثيرة تتهم المصرف الألماني دويتشه بنك بأنه قد وظف ما في جعبته من الأصوات في دعم ومحاباة الجهاز التنفيذي وذلك حرصاً منه على حماية الصفقات الكبيرة التي تربطه بالشركة[13]. ولما كانت مسألة تعويضات المديرين لها مكانتها الخاصة في قلب الجهاز التنفيذي، والتصويت ضد خطط التعويضات التي يقترحها المجلس لن يقدم في أحسن الأحوال إلا فوائد محدودة لحملة الأسهم بمن فيهم المستثمرون المؤسساتيون، فإن من غير المتوقع أن تعمد إحدى المؤسسات الاستثمارية إلى التصويت ضد خطط خيارات الأسهم التي تحظى بدعم الجهاز التنفيذي في الشركة.

لغاية العام 2003، كان بإمكان المديرين الاعتماد أيضاً على تأييد وسطاء السوق لمشروعاتهم في عمليات التصويت على نوع معين من خطط الخيارات – وتحديداً الخطط التي لا تتضمن أكثر من 5 بالمئة من أسهم الشركة المطروحة للتداول في السوق[14]. كانت

قوانين أسواق الأوراق المالية تجيز للوسطاء (السماسرة) التصويت عن أسهم زبائنهم فيما يخص ذلك النوع من خطط الخيارات وغيرها من المقترحات «الروتينية» المقدمة من قبل الجهاز التنفيذي، شريطة ألا يتعارض تصويت الوسيط مع توجيهات الزبائن إن كان هؤلاء قد أعطوا توجيهات محددة بشأن التصويت. وقد كانت النتيجة أن الوسطاء قد استأثروا عادة بأصوات 10 - 15 بالمئة من الأسهم المتداولة، وأن أصواتهم قد ذهبت على نحو كلي تقريباً إلى مساندة مشروعات الجهاز التنفيذي[15]. وقد خلص باحثان عنيا بدراسة مسألة تصويت الوسطاء إلى تقديرات تفيد بأن الوسطاء قد كان لهم الصوت المرجح في نحو 12 بالمئة من عمليات التصويت على المشروعات الروتينية المتعلقة بخطط خيارات الأسهم[16]. في العام 2003، أقرت هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي تغييرات في القواعد الناظمة لمسألة تصويت الوسطاء من شأنها حظر تصويت الوسطاء فعلياً في جميع أسواق الأوراق المالية الرئيسة في مختلف القضايا ذات الصلة بخطط التعويضات القائمة على حقوق الملكية[17]. وهكذا فإن المديرين سيظل بمقدورهم في المستقبل الاعتماد على أصوات القيّمين على برامج تمليك الأسهم للعاملين، وكذلك أيضاً على أصوات المستثمرين المؤسساتيين، في دعم وتأييد مشروعاتهم بشأن خطط خيارات الأسهم، لكنهم سوف يخسرون أصوات الوسطاء.

وفي تناغم تام مع ما تقدم من تحليل نجد أن خطط الخيارات التي فشلت في الحصول على موافقة حملة الأسهم لا تتجاوز 1 بالمئة من مجمل خطط الخيارات التي طرحت للتصويت عبر تاريخ الشركات المسهمة العامة[18]. ومن هنا فإن تصويت حملة الأسهم على خطط الخيارات لم يفرض على ترتيبات التعويضات إلا شكلاً ضعيفاً من أشكال التقييد. وعلى الرغم من الشروط الجديدة سالمنصوص عليها في التعديلات التي اعتمدتها أسواق الأوراق المالية أخيراً من شأنها أن تعزز ذلك التقييد إلى حد ما، فإن تصويت المسهمين سوف يبقى على الأرجح أضعف كثيراً من أن يقوى على الوقوف في وجه ظواهر الانحراف بعيداً عن الترتيبات المتوقع بلوغها في مساومات قائمة على مطال الذراع.

التصويت على قرارات التوصية

بالإضافة إلى حقهم في التصويت على بعض خطط الخيارات يتمتع حملة الأسهم أيضاً بحق إطلاق المبادرات لصياغة قرارات «التوصية» بشأن مختلف القضايا التي تمس مصلحة

الشركـة وطرحها للتصويت عليها من قبل عموم المسهمين. (يطلق على هذه القرارات اسم قـرارات «التوصية» لأنها ليست ملزمة لمجلس الإدارة حتى لـو حظيت بتأييد غالبية أصوات حملة الأسهم) وقد تركز قسم كبير من تلك القرارات حول مسألة تعويضات المديرين. تبين دراسـة قامت بها شركة غيورغسن شيرهولـدر المختصة بتنظيم حملات اجتذاب الأصوات في المنافسـات الانتخابية وعمليـات التصويت أن 40 بالمئة من أصـل 427 قراراً من قرارات التوصية المتعلقة بحوكمة الشركات، التي انبثقت جميعها عن مبادرات حملة الأسهم وطرحت للتصويت في العام 2003، قد عنيت بمعالجة مسائل متعلقة بالتعويضات[19].

حتـى مدة ليست بالبعيدة كان معظم قرارات التوصيـة المتعلقة بتعويضات المديرين من صنـع بعض النشطـاء الاجتماعيين أو النقابيين. وقد دعا جزء كبـير من تلك القرارات إلى اتخاذ تدابير حدية عنيفة من شاكلة تحديد سقوف منخفضة لأجور المديرين، أو إلغاء العمل بخيارات الأسهم. وبالنظر إلى أن ذلك النوع من التدابير الحدية لم يلق أي استحسان لدى المستثمريـن المؤسساتيين، فإن من غـير المستغرب أن قرارات التوصيـة المتعلقة بتعويضات المديريـن لم تحـظ عموماً إلا بقدر قليل من الدعم[20]. غـير أن السنوات الأخيرة قد شهدت أعـداداً متزايـدة من قـرارات التوصية التي تطالـب بتغييرات تلائم توجهـات المستثمرين المؤسساتيـين، كاقـتراح احتساب خيارات الأسهم في الموازنة علـى سبيل المثال، وقد حظيت تلك المقترحات بقدر لا بأس به من الدعم[21].

لقـد نجحت قرارات حملـة الأسهم المتعلقة بتعويضات المديريـن، حتى في الحالات التي فشلـت فيها في اجتذاب غالبية الأصوات، في الضغط على مجالس الإدارة عبر توجيه أنظار المسهمين والأوساط المعنية إلى مواقع الخلل في مسألة أجور المديرين. ولا شك في أن توصيات حملـة الأسهم تلك تسهم على نحو جدي في تعزيز أثر «دافع تجنب السخط» الذي من شأنه أن يحـد من ظواهـر الابتعاد عن ترتيبـات التعويضات المجدية المنسجمة مـع مبدأ التعاقد علـى مطال الذراع. والقرارات التي حظيت بتأييـد الغالبية العظمى من حملة الأسهم كانت بطبيعة الحال الأكثر فاعلية في الضغط على مجالس الإدارة.

غـير أن التصويت على مثل تلك القرارات، وكذلك أيضاً على خطط الخيارات، لا يمكن أن يشـكل عائقـاً حقيقياً يمنع مجالـس الإدارة من الانحراف بعيداً عـن منطق العاقد على

مطال الذراع. والمشكلة الأساسية تكمن في أن تلك القرارات لن تستطيع أن تفرض إلا تقييداً طفيفاً فقط على صلاحيات المجلس طالما أنها تحمل صفة التوصيات غير الملزمة. وفي الحقيقة فإن مجالس الإدارة لا تميل على العموم إلى الأخذ بقرارات التوصية حتى لو حظيت بتأييد غالبية حملة الأسهم[22]. ومن المؤكد أن توصيات حملة الأسهم لن تفلح في تشكيل تقييد فعلي لحرية المجلس إلا إذا أعطي حملة الأسهم صلاحية تبني القرارات الملزمة للمجلس، الأمر الذي يجسد واحداً من الإصلاحات الضرورية التي ندعو إليها في الفصل 16 من هذا الكتاب.



4 حدود قوى السوق

القوى والدوافع الحاضرة بطبيعة الحال في الأسواق الحالية تدفع بالمديرين إلى التصرف على نحو يخدم مصالح حملة الأسهم.

القاضي (والأستاذ السابق في كلية الحقوق في
جامعة شيكاغو) فرانك إيستربروك، 1984

رأينا فيما تقدم أن مجالس الإدارة لم تكن تساوم المديرين على مطال ذراعها، وأن حملة الأسهم يفتقرون إلى السلطة اللازمة لدفع مجالس الإدارة إلى تبني الترتيبات القائمة على مطال الذراع. وسنبحث الآن فيما إذا كان بمقدور قوى السوق أن تمارس على الشركات الضغط اللازم لإرغامها على اتباع سياسات تقود في نهاية المطاف إلى الترتيبات ذاتها المرجوة من سياسة مطال الذراع. والواقع أن واحدة من المدارس الفكرية المهمة تصر على التمسك بالفرضية التي تقول إن قوى السوق -سوق الكوادر الإدارية، وبورصة حكم الشركات، وسوق رأس المال، وسوق المنتجات- تعمل على نحو فاعل على تحقيق التناغم بين مصالح المديرين ومصالح حملة الأسهم. تقترن رؤية «مدرسة شيكاغو» هذه بأعمال أساتذة كبار في القانون مثل فرانك إيستربروك و دانييل فيشل، وخبراء كبار في الاقتصاد المالي مثل يوجين فاما[1]. إننا نتفق مع هذه الرؤية في أن قوى السوق من شأنها أن تفرض قيوداً معيَّنة على تعويضات المديرين، لكننا نعتقد أن تلك القيود بعيدة كل البعد عن الدرجة المطلوبة من الشدة والحزم الكفيلة لمنع ترتيبات التعويضات من الانحراف كثيراً عن الترتيبات المرجوة من التعاقد على مطال الذراع.

في عمل سابق كان أحد مؤلفي الكتاب قد بين أن قوى السوق قادرة بالفعل على تصويب الأخطاء الإدارية فيما يخص بعضاً من قرارات الجهاز التنفيذي، ولكن ليس جميع تلك

القـرارات. وعلى وجه الخصوص فإن آليـات السوق لا تقوى على منع المديرين من استغلال الفرصـ للقيـام بأعمال تنطـوي على «إعادة توزيـع واضحة» لموارد الشركـة – أعمال تقدم للمديريـن فوائـد لا تقل قيمتها كثيراً عن قيمـة الخسائر التي تلحقهـا بحملة الأسهم[2]. في حـالات كتلك يمكن القـول إن الفائدة التي يجنيها المدير من أعمال إعادة التوزيع تفوق على الغالـب بوضوح العقوبة التي تفرضها عليه قـوى السوق من جرّاء ما تسبب به من تراجع في قيمـة أسهم الشركة. يجسد انتزاع التعويضات المرتفعـة مثالاً أولياً من أمثلة عمليات إعادة التوزيـع الفعليـة. تتسم المكاسب التي يحصـل عليها المدير هنا بأنهـا مكاسب مباشرة وقد تبلـغ حداً كبيراً من الضخامة. ومن هنا فإن ترتيبـات التعويضات التي تنطوي على محاباة واضحـة للمديرين تجسـد ذلك النوع من الأخطاء الذي يصعب علـى قوى السوق تصويبه. وسنناقشـ فيما يلي كلاً من قـوى السوق ونوضح لماذا لا نتوقع لهـا أن تفرض قيوداً صارمة على أجور المديرين.

سوق عمل المديرين

يتأثـر سلـوك الموظفين عادة –كبـار المديرين هم في نهاية الأمر أيضـاً موظفون– بسوق العمل. وأداء الموظفين الجيد قد يكافأ بالترقية ضمن صفوف الشركة أو بعرض أكثر جاذبية للالتحاق بشركة أخرى. أما الأداء السيئ فقد يقود إلى الإقالة.

ولكـن في حالة المدير العام فإن الترقية الداخلية ضمن حدود الشركة التي يترأسها أمر غـير ممكن. هناك دومـاً فرصة للحصول علـى ترقية خارجية –عبر الحصـول على موقع الرئاسـة في شركة أضخم أو أكثر شهرة– غير أن الواقع يؤكد أن منصب المدير العام غالباً مـا يتم شغله من داخل صفوف الكوادر العاملة في الشركة[3]. والغالبية العظمى من المديرين العامين لا يتبوؤون منصب المدير العام عبر سيرتهم المهنية إلا في شركة واحدة فقط[4].

وفي جميـع الأحـوال فإن احتمـال الترقية الخارجية يتعلـق بالمستوى الكلـي لأداء المدير العـام وليس برزمة الأجور التي يحصل عليها. وإمكانية الحصول على عقد أفضل في شركة أخـرى من غير المتوقع أن تمنـع المدير العام من السعي إلى انتزاع أجـور أكثر ارتفاعاً وأقل حساسيـة لـلأداء، على الأقل طالمـا أن رزمة الأجور لا تتجاوز بوضـوح هامش ما هو مألوف

ومقبول. وبالفعل فإن الأجور الابتدائية التي يحصل عليها المديرون لدى انتقالهم إلى شركة جديدة تبدي ترابطاً قوياً مع قيمة الخيارات غير المستحقة والأسهم المقيدة التي يخلّفونها وراءهم[5]. وآفاق الوصول إلى مناصب أكثر أهمية في شركات أخرى، إن كان لها أن تؤثر في دوافع المديرين للاستئثار بترتيبات أجور سخية تنطوي على قدر كبير من المحاباة، فهي بلا شك تقوي تلك الدوافع أكثر مما تضعفها.

كذلك فإن الخوف من الإقالة لا يقوى على الحد من سعي المديرين العامين إلى الاستئثار بترتيبات أجور تحمل أكبر قدر ممكن من المحاباة. حوادث إقالة المديرين العامين نادرة جداً، وخطر الإقالة يتوقف بالدرجة الأولى على المستوى العام لأداء الشركة وليس على طبيعة رزمة الأجور التي يسعى المدير إلى الحصول عليها.

وأخيراً فإن هناك عاملاً آخر من العوامل المهمة على صعيد سوق العمل، يعتقد بأنه قادر على أن يثني المديرين عن القيام بأي عمل من شأنه أن يسبب هبوطاً في قيمة رأس المال المسهم، وهذا العامل هو تعويضات المدير بحد ذاتها. فأي انخفاض في قيمة رأس المال المسهم يعني بطبيعة الحال انخفاضاً في قيمة الأسهم والخيارات المقدمة للمدير كجزء من تعويضاته. لا شك أن التعويضات القائمة على حقوق الملكية قد تثني المديرين فعلاً عن اتخاذ بعض الخطوات التي تحمل لهم مكاسب شخصية صغيرة بالمقارنة مع ما تحمله من خسائر للشركة. غير أن المكاسب المباشرة التي يجنيها المديرون من زيادة أجورهم قد تكون أكبر كثيراً من الخسائر التي قد تترتب على انخفاض قيمة ما يملكونه من الأسهم والخيارات.

تبين الدراسات أن الأسهم والخيارات التي يملكها المدير العام وسطياً تقود إلى زيادة ثروة هذا الأخير بنسبة تقارب الواحد بالمئة من أي زيادة تطرأ على القيمة السوقية لأسهم حقوق ملكية الشركة[6]. لنأخذ مثلاً مديراً عاماً في شركة متوسطة يفكر في أمر المطالبة بتعويض إضافي يقدم له 10 ملايين $ ويكلف الشركة بالمقابل، نظراً لضعف الحوافز المتضمنة في الترتيب الناظم لذلك التعويض، هبوطاً في قيمة رأس المال المسهم بمقدار 100 مليون $. إن ترتيب التعويض الإضافي سوف يقدم للمدير والحالة هذه 10 ملايين$ إضافية مقابل خفض قيمة ما يملكه المدير من الأسهم والخيارات بمقدار 1 مليون $، أي إنه يضع بين يدي المدير

ربحاً صافياً مقداره 9 ملايين $. وكما يتضح من هذا المثال فإن رصيد المديرين من الأسهم والخيارات ليس كافياً لثني هؤلاء عن السعي دوماً وراء الترتيبات التي تقدم تعويضات أكثر ارتفاعاً وأقل جدوى – نظراً لضعف الرابط بين الأجر والأداء.

بورصة حكم الشركات

كثيراً ما يجري تصوير بورصة حكم الشركات على أنها تمثل آلية مهمة للتقريب بين مصالح المديرين ومصالح حملة الأسهم[7]. نظرياً يمكن القول إن الشركة التي يعاني سعر أسهمها بعض الهبوط تصبح بطبيعة الحال أكثر عرضة لمحاولات الاستيلاء العدوانية التي قد تقود إلى تغيير المدير العام وطاقم مجلس الإدارة بأكمله. أو قد يتعرض أصحاب المناصب بدلاً من ذلك لخطر الاستبدال عبر المنافسات الانتخابية. والخوف من الاستيلاء العدواني أو التحديات الانتخابية، كما يقول أصحاب تلك الحجة، لا بد أن يضطر المديرون وأعضاء مجالس الإدارة إلى إبداع ترتيبات أجور تضمن تعظيم قيمة رأس المال المسهم.

غير أن الخوف من تحديات الصراع على مقاليد الشركة لم يكن يوماً مرجحاً لثني المديرين عن السعي إلى الحصول على تعويضات أكثر ارتفاعاً، وذلك لأن القوانين وترتيبات التعاقد قد حرصت دوماً على تزويد أصحاب المناصب بقدر كبير من الحصانة ضد أخطار الإقالة أو الاستبدال. وكما ذكرنا سابقاً فإن التحديات الخارجية عبر المنافسات الانتخابية نادرة إلى أبعد الحدود. أما محاولات الشراء العدوانية فقد كانت أكثر حضوراً، بيد أنها قد واجهت على الدوام دفاعات مضادة بالغة القوة.

وقد تجسدت وسيلة الدفاع الأكثر أهمية وفاعلية في البنية المراحلية لمجلس الإدارة، التي تمثل بحد ذاتها ترتيباً كفيلاً بمنع الشاري الدخيل من فرض سيطرته على نحو فعلي قبل مضي عام على الأقل على عملية الشراء. وتبعاً لدراسة قام بها جون كوتس و غوهان سبرامانين بالتعاون مع واحد من مؤلفي الكتاب فإن البنية المراحلية تمثل البنية المعتمدة لمجالس الإدارة في غالبية الشركات المسهمة العامة، ومجالس الإدارة ذات البنية المراحلية تمكن المديرين أصحاب المناصب في الكثير من الحالات من إفشال محاولات الشراء الخارجية، التي تحظى عادة باستحسان حملة الأسهم[8]. تبين الدراسة أن نسبة الشركات

التي تلقت عروض استيلاء عدوانية أثناء النصف الثاني من تسعينيات القرن الفائت لا تتجاوز 1 بالمئة فقط من عموم الشركات المسهمة العامة. وفضلاً عن ذلك فإن معظم الشركات التي تلقت عروض استيلاء عدوانية قد تمكنت من الحفاظ على استقلالها، أو قبلت في نهاية المطاف واحداً من عروض الضم الصديقة البديلة. وقد كان على الشاري المعادي، إذا ما أراد التغلب على المقاومة الشرسة التي يديرها أصحاب المناصب، أن يقدم علاوة وسطية بمقدار 40 بالمئة. وهكذا فإن بورصة حكم الشركات قد ضمنت للمديرين في حقيقة الأمر قدراً كبيراً من السيادة.

وفضلاً عن ذلك فإن أصحاب المناصب المقالين في عملية الاستيلاء العدواني الناجحة، التي تمثل واقعة نادرة الحدوث، لا يغادرون الشركة بأيد خاوية. فعملية الاستيلاء الناجحة، كما سوف نوضح في الفصل 7، كثيراً ما تعني هبوطاً ذهبياً سخياً وآمناً ومكاسب أخرى عديدة لمديرين الشركة المغادرين[9]. وقد أسهم ذلك الهبوط اللطيف، والذي يعرف باسم «المظلة الذهبية»، بدوره أيضاً في إضعاف قوة الضبط والتأديب المتوخاة من محاولات الاستيلاء.

وفضلاً عن ذلك، وحتى إذا سلمنا بأن عمليات الاستيلاء تمثل احتمالاً واقعياً وباهظ التكاليف، فإن المكاسب التي يجنيها المدير العام من ترتيبات الأجور المحابية من شأنها أن تتجاوز بسهولة أي تكاليف قد تترتب على زيادة احتمال تحديات الصراع على مقاليد الشركة الناجمة عن تلك الترتيبات. لننظر مثلاً في محاولة يطمح عبرها المديرون في شركة تبلغ ثروتها 10 مليارات $ إلى تحقيق زيادة في تعويضاتهم الحالية بمقدار 100 مليون $، ولنفترض أن هذه الزيادة سوف تؤثر سلباً على الحوافز وتؤدي بذلك إلى تراجع إجمالي في ثروة الشركة مقداره 250 مليون $. من الواضح في هذا المثال أن الفائدة المباشرة التي يطمح إليها المديرون من زيادة إجمالي تعويضاتهم بمقدار 100 مليون $ ستكون فائدة كبيرة جداً. وخلافاً لذلك فإن زيادة خطر الاستيلاء الخارجي من جرّاء تراجع ثروة الشركة بمقدار 2.5 بالمئة ستكون على الغالب محدودة جداً. وفي الواقع فقد كشفت دراسة قام بها آنب أغراوال و رالف ووكنغ النقاب عن أن الشركات التي يحصل مديروها على أجور مفرطة بالمقارنة مع نظرائهم في شركات القطاع الأخرى ليست بالضرورة أكثر عرضة لخطر عمليات الاستيلاء[10].

مـن المؤكـد أن بورصــة حكم الشــركات مــن شأنها أن تفرضـ نوعاً مــن التكاليف على المديرين إذا ما افتضح أمر رزم أجورهم على أنها ضارة جداً بمصالح حملة الأسهم. فعند نقطة معينة قد يبلغ حملة الأسهم حداً كافياً من السخط والاستياء يدفعهم إلى تأييد بعض المنافسين الخارجيين في الصراع على مقاليد إدارة الشركة. وفي الواقع، وكما سوف نناقش في الفصـل 6، فـإن المديرين العامــين في الشركات الأقل منعة في وجـه محاولات الاستيلاء يحصلــون علــى رزم تعويضات أصغر وأكـثر حساسية للأداء بالمقارنة مـع رزم التعويضات التــي يحصــل عليها نظراؤهم في الشــركات الأكثر منعة. ومن هنا فــإن خطر الاستيلاء قد كان لـه بالفعل بعض الأثر في تعويضات المديرين. غير أن النقطة الأهم هي أن بورصة حكم الشــركات في حالها الراهنــة ليست قادرة على فرض قيود حقيقية على تعويضات المديرين، وهي تسمح بكل بساطة بالانحراف بعيداً عن منطق التعاقد على مطال الذراع.

بورصة رأس المال الإضافي

هناك منبع آخر من منابع الالتزام يتجسد في حقيقة أن الشركة قد تحتاج يوماً إلى خلق رأســ مال إضــافي عن طريق بورصة حقوق الملكيــة؛ إذ إن التبصر في احتمال لجوء الشركة يومــاً إلى بيع أسهم إضافية للعموم من شأنه أن يدفع بمجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين إلى اعتمــاد سياسة ضبــط النفس وتبني ترتيبات أجور لا تبتعد كثيراً عن تلك التي نتوخاها مــن التعاقــد على مطال الذراع. غير أن الواقع يقــول إن الشركات لا تلجأ إلى بورصة حقوق الملكيــة لخلــق رأس مال إضــافي إلا نادراً جداً. فالمصــدر الرئيس لرأس المــال في الشركات المسهمة العامة يتجسد في الإيرادات المحتجزة، وفي المرتبة الثانية تأتي الاستدانة، أما حقوق الملكية فتأتي ثالثاً وبفارق كبير عن المصدرين السابقين[11].

وحتى إذا سلمنا جدلاً بوجود حالات تكون فيها بورصة حقوق الملكية وسيلة التمويل الوحيدة الممكنــة، فــإن غياب التعاقد على مطال الذراع فيما يخصــ تعويضات المديرين لن يحدَّ من قــدرة الشركة على ولوج بورصة الملكية والإفادة منها كوسيلة لخلق رأس المال. إن تعويضات المديريــن المفرطة لا تلغي حقوق الملكية كوسيلة للتمويل، وإنما ترفع فقط تكلفة استخدامها: ترتيبات التعويضات غير المجدية تؤثر سلباً في قيمة رأس مال الشركة، وتخفض بذلك الثمن

الــذي يدفعه المستثمــرون لقاء الأسهم الجديدة التي تطرحهــا الشركة في البورصة. وهكذا فإن الشركة سوف تضطر إلى إصدار مزيد من الأسهم لتأمين رأس المال الإضافي المطلوب، لكنها لن تخسر فرصة الإفادة من بورصة الملكية كوسيلة للحصول على تمويل إضافي.

لا شــك في أن إصــدار أسهم جديــدة بسعر منخفض سوف يضــر بقيمة ممتلكات جميع حملــة الأسهــم الحاليين بمن فيهم المديــرون أنفسهم. لكن المديرين، كمــا ذكرنا سابقاً، لا يملكــون إلا جــزءاً صغيراً من أسهــم الشركة، وهم بذلــك لن يتحملوا إلا قــدراً صغيراً من الخسائــر المترتبة على انخفاض قيمة الأسهــم الأصلية. وعلى الغالب فإن الخسارة التي قد يتحمّلهــا المديــرون في حالة كهذه ستظل أصغــر جداً من أن تمثل رادعــاً حقيقياً قادراً على ثنيهم عن السعي وراء المكاسب المباشرة التي تضمنها لهم ترتيبات التعويضات المحابية[12].

سوق المنتجات

دعونــا نبحث أخــيراً فيما إذا كان التنافــس في سوق بيع المنتجات يفرضــ بالفعل قيوداً حقيقية علــى تعويضات المديرين. فالأجور المفرطة وكذلك أيضــاً مظاهر التراخي الإداري مــن شأنها، بحسب زعم أصحاب هذه الحجــة، أن تضعف من القدرة التنافسية للشركة في سوق قائمة على التنافس بين طيوف المنتجات. ومظاهر عدم الكفاية تلك من شأنها أن تقود إلى تقليص الأرباح، وانكماش حجم الأعمال، وقد تنتهي إلى العجز والفشل[13].

وفي الحقيقــة فــإن عملية إعادة توزيع الثروات التي تتجســد في تحويل أرباح الشركة من أرصدة حملة الأسهم إلى جيوب المديرين قد لا يكون لها أي تأثير واضح في الفعاليات المسؤولة عن خلق تلك الأرباح. إن انتقال الأرباح إلى جيوب المديرين قد لا يغير شيئاً في تكلفة الإنتاج أو في جــودة المنتجــات. وهو من ثمَّ قد لا يؤثر على الإطــلاق في القدرة التنافسية للشركة في ســوق المنتجــات. إن ترتيبات تعويضات المديرين تستطيع فعــلاً أن تؤثر سلباً في فاعلية أداء الشركــة بقــدر ما يتسنى لتلك الترتيبــات أن تحرف قرارات المديريــن في قضايا العمل عن مسارها الصحيح، غير أن أسواق المنتجات بدورها لا يمكن عدَّها في الأحوال العادية أسواقاً تنافسيــة على نحو تام: إن الشركات الكبيرة غالباً ما تطرح منتجاتها في أسواق يغلب عليها طابع المنافسة الاحتكارية الفردية أو شبه الفردية[14]. وما تتمتع به تلك الشركات من طاقات

تنافسية يجعلها قادرة على تحقيق أرباح كبيرة تعطيها بدورها مزيداً من المرونة التنافسية، وهكـذا. وفي مثـل تلك الأسواق فإن من غير المتوقع أن تشـكل ترتيبات أجور المديرين، مهما بلغت من الانحياز، تهديداً حقيقياً لقدرات الشركة التنافسية أو لقدرتها على تثبيت أقدامها في السوق.

حتى لو فرضنا جدلاً بأن ترتيبات الأجور المنحازة قد تحدث ضرراً بالغاً في أداء الشركة، فـإن مـا ينجم عن ذلك من ازديـاد في احتمال الفشل لن يقوى في أي حـال من الأحوال على ثنـي المديرين عن السعي إلى الفوز بتلك الترتيبات. فالفائدة المباشرة التي يجنيها المديرون من ارتفاع تعويضاتهم كبيرة ومضمونة، أما أثر التعويضات المفرطة في زيادة احتمال العجز والفشل فهو عادة صغير ومحدود. وفضلاً عن ذلك فإن ما يتقاضاه المديرون المغادرون -بمن فيهم أولئك الذين كان أداؤهم بادي التعاسة- ضمن رزمة «مع السلامة الذهبية» يؤمن لهم عادة بطانة واقية تحميهم من آثار فشلهم.

لنفترض أن المديـر العام في أحد البنـوك ينعم برزمة تعويضـات مفرطة وغير مجدية مـن حيث إنها تخلق لديه دوافع للإبقاء على بعض المعاملات المالية غير المربحة. لا شك أن عوائـد حقوق الملكية سوف تتراجع وقيمة رأس المـال المسهم سوف تتأثر سلباً، لكن من غير المتوقع أن يصل الأمر بالبنك إلى حد العجز والإفلاس. وحتى إذا بلغ الوضع حداً بعيداً من الخطورة، وبات البنك مضطراً إلى البحث عمن يشتريه، فإن عملية الشراء قد لا تتم إلا بعد انقضـاء ولاية المدير العام وانتقاله إلى التقاعد. وإذا ما حدث أن أبرمت عملية الشراء قبل ذلك فإن المدير العام الذي قاد البنك إلى حافة الهاوية قد يجني من العملية أرباحاً مجزية - بغض النظر كلياً عن أدائه الضعيف الـذي ألحق الضرر بالبنك - وذلك بفضل السياسة الرائجة التي تقضي بمكافأة المدير المغادر عند إبرام صفقة الشراء.

المحصلة الكلية لقوى السوق

إن مـن غـير المتوقع أن تفلح قوى السوق المختلفة، حتـى مجتمعة، في فرض قيود صارمة علـى تعويضات المديرين. ربما تفرض تلك القوى نوعاً مـن القيود، وقد تثني المديرين فعلاً عـن التطـرف في الابتعاد عـن ترتيبات التعاقد القائمـة على مبدأ مطال الـذراع، لكن تلك

القـوى في مجملها تسمح بـكل بساطة بهامش واسع للانحراف على نحو كبير عن الترتيبات التي تحمل طابع مطال الذراع.

إن استنتاجنـا أن قـوى السوق لا تفرضـ قيوداً حقيقية على تعويضـات المديرين يحظى بتأييد الكثير من الدراسات التجريبية التي سوف نأتي إلى مناقشة العديد منها في الفصل 6 من الكتاب. تعنى تلك الدراسـات باسـتكشاف مدى تأثيـر العـوامـل المسـتقلة عن السـوق – بما فيها سلطة المدير العام إزاء مجلس الإدارة، وحملة أسهم الشركة، والأطراف المرشحة لحيـازة الشركة – في أجـور ومكاسب المدير العام. تشير الدلائـل إلى أن تلك العوامل تلعب دوراً مهمـاً في تحديد تعويضات المديـر العام. وحقيقة أهمية ذلك الدور تعني فيما تعنيه أن عوامل السوق لا تتمتع بالقوة الكافية لإملاء وضع معين أو ترتيبات معينة.



الجزء الثاني

السلطة والأجر

5 وجهة النظر القائمة على سلطة المديرين

الوضع الذي تسير الأمور في اتجاهه ليس فيه من يمثل المسهمين، وكأننا أمام مفاوضات عمل أحد طرفيها غير معني بمجرياتها على الإطلاق.

مدير عام إحدى شركات فورشن 500، 2001

رأينا فيما تقدم من فصول الكتاب أن نموذج التعاقد على مطال الذراع لا يقوى على تقديم تفسير مقنع لتعويضات المديرين. لا بد إذاً من النظر أيضاً في الدور الذي تلعبه سلطة المديرين. نتعرّف في هذا الفصل بعض الأفكار والمفاهيم الرئيسة التي تقوم عليها وجهة النظر البديلة التي نشير إليها فيما يلي بوجهة نظر سلطة المديرين، أفكار ومفاهيم سرعان ما ستتضح أهميتها فيما يخص محاولة استكشاف وفهم تضاريس تعويضات المديرين.

سوف ننظر قبل كل شيء في طبيعة العلاقة بين سلطة المديرين من جهة وما يحصلون عليه من مكاسب مجانية من جهة أخرى. معروف أن المديرين يحاولون استغلال سلطاتهم كي يضمنوا لأنفسهم مزيداً من المكاسب المجانية - أي مكاسب إضافية خارج إطار المكاسب التي كانوا سيفوزون بها في مساومة على مطال الذراع؛ نظراً لأن المديرين وأعضاء مجالس الإدارة قد يضطرون إلى تحمل عقوبات السوق أو بعض العواقب الاجتماعية إذا ما تبنوا ترتيبات أجور فاضحة، يمكن القول إن عواقب «السخط» وقوى السوق من شأنها أن تضع نوعاً من الحدود لأشكال ودرجات الانحراف عن مقتضيات التعاقد على مطال الذراع. وتفادياً للسخط وتبعاته المحتملة يسعى مهندسو التعويضات إلى إخفاء وتستير حجم وشكل الأجور التي تصرف للمديرين وإلباسها غطاء قانونياً - وبعبارة أخرى فإنهم يعملون على «تمويه» أجور المديرين. وبعد أن نفرغ من استعراض جوانب سيناريو سلطة المديرين سوف نختتم هذا الفصل بمناقشة بعض وجهات النظر البديلة، أي التي تقدم تفسيرات بديلة

لظاهـرة انحـراف تعويضات المديرين عـن التعويضات التي يقضي بهـا التعاقد على مطال الذراع.

السلطة والمكاسب المجانية

تبـدأ وجهة النظـر التحليلية التي تركز علـى سلطة المديرين مشوارهـا، شأنها في ذلك شـأن سابقتهـا التي تفترض التعاقد على مطال الذراع، من تلمسـ مشكلة التوكيل المتجذرة في صلـب العلاقـة بين المديرين وحملة الأسهم. غير أن سيناريو سلطة المديرين لا ينظر إلى تعويضات المديرين من حيث المبدأ على أنها مفتاح حل مشكلة التوكيل تلك، بل إنه على العكس مـن ذلك تمامـاً يرى أن عملية تحديـد الأجور تمثل بحـد ذاتها جانباً أساسيـاً من جوانب المشكلة. وخلافاً لسيناريو التعاقد على مطال الذراع فإن سيناريو سلطة المديرين لا يفترض أن مجلس الإدارة، لدى التفاوض بشأن ترتيبات أجور المديرين، يضع نصب عينيه في المقام الأول والأخير مصالح حملة الأسهم ولا شيء سواها.

في تحليلنا على مدى الفصول السابقة تمكنا من تشخيص العديد من العوامل التي تعطي المديرين التنفيذيين قدراً كبيراً من السلطة والنفوذ إزاء مجالس الإدارة، الأمر الذي يعطي المديريـن بدوره القدرة على إدارة أجورهم بأنفسهم. ومن المتوقع أن يعمد المديرون بطبيعة الحـال إلى توظيف سلطتهم ونفوذهم في محاولة الفـوز بتعويضات تقدم لهم مكاسب أكبر مـن تلك التي كانوا سيحصلون عليها في تعاقد قائم على مبدأ مطال الذراع. وبعبارة أخرى فإن سلطة المديرين تمكنهم من استخلاص المكاسب المجانية.

يستخـدم الاقتصاديون عموماً مصطلح المكاسـب المجانية للتعبير عن العوائد الإضافية التي تدخل إلى خزائن الشركات أو إلى جيوب الأفراد بحكم المزايا المتعلقة بالموقع لا بالأداء، بينمـا نستخـدم هنا المصطلـح ذاته في إشـارة إلى القيمة الإضافية التـي يجنيها المديرون خارج إطار استحقاقاتهم التي كانوا سيحصلون عليها في تعاقد على مطال الذراع مع مجلس إدارة يسعى إلى تعظيم قيمة رأس المال المسهم من جهة ويملك ما يلزم من الوقت والمعلومات من جهة أخرى.

مـن المهـم أن نوضـح أن سلطـة المديرين التـي نركز عليهـا هنا تختلف جذريـاً عن كل أشـكال «القـوة التفاوضية» التي قد يتمتـع بها المديرون في تفاوض قائـم على مطال الذراع بفضـل قدراتهم وخصائصهـم الشخصية. وعلى سبيل المثال فإن مديـراً ما قد يتمتع بقوة تفاوضيـة كبيرة في مواجهة ممثلـي الشركة لأنه قد أحضر معـه إلى طاولة التفاوض جملة متكاملـة وفريدة من المهارات الإداريـة. إن القوة التفاوضية التـي يستمدها هذا المدير من تلـك المهارات الفريدة سوف تمكنه من الحصول على أجور أعلى حتى لو كان للشركة مالك وحيد يدير التفاوض على تعويضات المدير بنفسه. وبصورة مشابهة فإن هذا النوع من القوة التفاوضيـة مـن شأنه أن يدعم موقـع المدير أيضـاً في مفاوضاته مع مجلـس إدارة لا يهمه إلا حمايـة مصالـح حملـة الأسهم. وهكذا فإن امتـلاك المدير قوة تفاوضيـة من هذا النوع وميلـه إلى استثمـار تلك القـوة لا يتعارضان مطلقاً مع منطق التفاوض على مطال الذراع. وخلافـاً لذلك فإن مـا نركز عليه هنا هو القـوة التي يستمدها المديرون مـن سلطتهم على أعضـاء مجالس الإدارة التـي تمكنهم من الحصول على مكاسب تتجـاوز بوضوح حدود ما كانوا سيحصلون عليه في مفاوضات قائمة على مطال الذراع تبعاً لموقعهم التفاوضي، والذي يستمدونه من مهاراتهم على اختلافها، بالمقارنة مع الموقع التفاوضي لممثلي الشركة.

والمكاسـب التي يستولي عليها المديـرون بقوة السلطة قد تأخذ أشـكالاً عديدة مختلفة. لا شـك أن المديريـن، شأنهـم في ذلك شأن غالبيـة البشر، يفضلون عمومـاً امتلاك المزيد مـن المـال وليس العكس. وهكـذا فإن علينا أن نتوقـع منهم أنهم لن يتورعـوا عن استخدام سلطتهـم ونفوذهم للحصول على أجور أعلى من تلك التـي كانوا سيحصلون عليها بموجب تعاقـد قائم على مطال الـذراع. غير أن من المهم أن نستوضح أيضاً أن ترتيبات التعويضات قـد تحابي المديريـن بطرائق أخـرى. من أجل قدر معين مـن التعويضـات يفضل المديرون بطبيعة الحال تقليص حجم المخاطرة قدر الإمكان، وكذلك أيضاً خفض شدة ضغط الأداء المرتبـط بمسؤوليات تعظيم قيمـة رأس المال المسهم. يرغب المديـرون عموماً بالتمتع بأكبر قـدر ممكن من الحرية في التكيف بضغط العمل كما يحلو لهم. وبالمقابل فإن تقليص حرية المديريـن في التراخي يمثل واحداً من الأهداف الأساسيـة لترتيبات الأجور المجدية؛ بمعنى أن تلـك الترتيبات تسعى إلى ردع المديرين عن تبني إستراتيجيات معينة، من قبيل التوسيع

الإمبراطوري للشركة، من شأنها أن تخدم مصالحهم الشخصية على حساب مصالح حملة الأسهم. إن المديرين، إذا ما وجدوا السبيل لتمرير مخططاتهم، يرغبون عموماً في أن يحصلوا على كعكتهم، وأن يأكلوها أيضاً؛ إنهم يفضلون الحصول على قدر معين من التعويضات النقدية دون أن يضحوا في ذلك بحريتهم في التراخي أو في التكيف بضغط العمل على حد تعبيرهم.

وبافتراض قيمة معينة للتعويضات المتوقعة فإن المديرين يفضلون بطبيعة الحال أن تكون تلك التعويضات مستقلة قدر الإمكان عن الأداء. فكلما ازداد ارتباط التعويضات بأدائهم، ازداد حجم المجازفة التي تتهدد مصالحهم، وازداد أيضاً حجم الجهد الذي يجب عليهم بذله، واضطروا تباعاً أكثر فأكثر إلى التخلي عن الاستراتيجيات التي تضمن مصالحهم الشخصية كالتوسيع الإمبراطوري للشركة على سبيل المثال.

لننظر في الخيارين الآتيين لترتيبات الأجور. الخيار الأول يضمن للمدير العام الحصول على خمسة ملايين $ بغض النظر عن أداء الشركة. في الخيار الثاني، الذي يمثل ترتيبات الأجور المرتبطة بالأداء، يحصل المدير العام على خمسة ملايين $ إذا تمكنت الشركة من تحقيق أهداف معينة من حيث الأداء. ولنفترض أن ترتيبات الأجور المرتبطة بالأداء سوف تدفع المدير إلى تحقيق الأهداف المطلوبة (والحصول على خمسة الملايين $) ولكن عبر اتخاذ خطوات محفوفة ببعض التكاليف الشخصية كتقليص حجم الشركة، أو التخلي عن أحد المشروعات المحببة، أو إقالة أحد المقربين بسبب التقصير أو ضعف الأداء، وما إلى ذلك. بالرغم من أن كلا الخيارين يسمح للمدير العام بالحصول على خمسة ملايين $، فإن المدير سيميل بطبيعة الحال إلى ترجيح كفة الخيار الأول لأنه لا يضطره إلى أي خطوات تتعارض مع مصالحه وتوجهاته الشخصية.

تجدر الإشارة إلى أن الفائدة التي يجنيها المدير المتراخي، إذا ما استخدم نفوذه لفرض الخيار الأول، التي تعادل الفارق بين الأجر الذي يحصل عليه في هذه الحالة والأجر الذي كان سيحصل عليه وفق ترتيبات أجور مجدية مرتبطة بالأداء، غالباً ما تكون أصغر جداً من التكاليف الحقيقية التي يتحمّلها حملة الأسهم جراء ذلك التراخي والإهمال. لنفترض أن فائدة التراخي التي يجنيها المدير في مثالنا السابق تبلغ مليوني $ وأن خسائر حملة

الأسهم المترتبة على تراخي المدير تقدر بنحو 20 مليون $، في هذه الحالة يمكن القول إن المكاسب المجانية التي يجنيها المدير، إذا ما ضمن لنفسه خيار الأجر المنفصل عن الأداء، التي تبلغ مليوني $، سوف ترتب على حملة الأسهم خسائر تقدر بعشرة أضعاف تلك القيمة. إن النقطة المهمة التي ينبغي تسليط الضوء عليها هنا هي أن المديرين يستخدمون نفوذهم ليس فقط للحصول على أجور أعلى، وإنما أيضاً للتأثير في بنية تلك الأجور وإعطائها أشكالاً أقل حساسية للأداء. وحيث إن الانحراف عن منطق التعاقد على مطال الذراع يقود إلى ترتيبات تعويضات من شأنها أن تضعف الحوافز أو تشوهها وأن تسبب بذلك تراجعاً في فاعلية الأداء، فإن الخسائر التي ستترتب عموماً على حملة الأسهم ستكون أكبر بوضوح من المكاسب الضيقة التي يجنيها المديرون.

بسبب العلاقة المنطقية بين سلطة المديرين من جهة وقدرتهم على انتزاع المكاسب المجانية من جهة أخرى، فإن سيناريو سلطة المديري يتنبأ بوجود ترابط واضح بين سلطة المديرين وحجم مكاسبهم المجانية. جميع المديرين التنفيذيين يتمتعون بقدر معين من السلطة والنفوذ ويستطيعون بذلك أن يضمنوا لأنفسهم بعض المكاسب المجانية. لكن مقدار سلطة المديرين يختلف من شركة إلى أخرى تبعاً للاختلاف في بنية الملكية وفي نظام الحوكمة. وكلما تعاظمت سلطة المدير العام أكثر، كانت مكاسبه المجانية، وفق ما يتنبأ به سيناريو سلطة المديرين، أكبر وأعظم[1]. وكما سوف نناقش بشيء من التفصيل في الفصل 6 فإن الحقائق والمعطيات التجريبية تؤكد صحة تلك التوقعات.

المدير العام ونخبة المديرين التنفيذيين الآخرين

من الذي يحصل على المكاسب المجانية وفق سيناريو سلطة المديرين؟ المدير العام التنفيذي بطبيعة الحال. لكن الآخرين من مديري الدرجة الممتازة يحصلون بدورهم أيضاً على بعض المكاسب المجانية في كثير من الأحيان. بالرغم من أن المدير العام يتفرد عادة بالقدر الأكبر من السلطة والنفوذ، فإن نخبة المديرين التنفيذيين الآخرين يتمتعون بدورهم أيضاً في كثير من الحالات ببعض النفوذ فيما يخص صنع القرار في مجلس الإدارة[2]. وعلى سبيل المثال فإن المديرين التنفيذيين الذين يشغلون مقاعد في مجلس الإدارة إلى جانب المدير العام يستفيدون جميعهم بطبيعة الحال أيضاً من بعض العوامل التي تمد المدير العام

بالسلطة والنفوذ إزاء أعضاء المجلس. جميع المديرين التنفيذيين الذين يشغلون مقاعد في مجلس الإدارة يستفيدون على سبيل المثال من عوامل الزمالة، وروح الجماعة، والاحترام الذي يبديه أعضاء المجلس إزاء أولئك الذين يتولون قيادة الشركة. وكأعضاء في مجلس الإدارة فإن هؤلاء المديرين التنفيذيين يملكون أيضاً بعض النفوذ فيما يخص الترشيحات المستقبلية وكذلك أيضاً فيما يخص تعويضات أعضاء المجلس.

وحتى عندما يكون المدير العام المدير التنفيذي الوحيد الذي يتمتع ببعض النفوذ في مجلس الإدارة، فإن المكاسب المجانية سوف تفيض على الأرجح ليفيد منها أيضاً بعض من المديرين التنفيذيين الآخرين. عندما يكون بعض كبار المديرين التنفيذيين أصدقاء شخصيين للمدير العام، أو أتباعاً يتمتعون بحمايته، فإنه قد يستخدم نفوذه للحصول على ترتيبات أجور محابية لهؤلاء أيضاً. ومن جهة أخرى فإن زيادة أجور كبار المديرين التنفيذيين الآخرين تعود بالفائدة غير المباشرة على المدير العام ذاته حيث إنها تعمي الأعين عن المكاسب المجانية التي يستأثر بها لنفسه. وبالفعل فقد وجد جيمس ويد و تشارلز أوريلي و تيموثي بولوك أن المديرين التنفيذيين في الشركات التي يتقاضى مديروها العامون أجوراً ضخمة (بالمقارنة مع نظرائهم في الشركات العاملة في الحقل نفسه) يحصلون بدورهم أيضاً على أجور منفوخة تفوق استحقاقاتهم وذلك في عموم المستويات الإدارية الأربعة التالية لموقع المدير العام[3]. وما من شك في أن هذه المكاسب المجانية الفياضة تأتي جميعها على حساب حملة الأسهم[4].

وبالمحصلة يمكن القول إن تعويضات المدير العام تعكس غالباً، إن لم نقل دوماً، ما يتمتع به المدير من السلطة والنفوذ. والأمر ذاته ينسحب في الكثير من الشركات أيضاً على فئة من كبار المديرين التنفيذيين الآخرين. ولذلك فإن تحليلنا المتضمن في صفحات هذا الفصل ينطبق ليس فقط على تعويضات المدير العام وإنما أيضاً على تعويضات تلك الفئة من كبار المديرين التنفيذيين الآخرين.

تكاليف وقيود «السخط»

حدود المكاسب المجانية المحتملة التي يمكن أن يحصل عليها المديرون ليست مفتوحة. صحيح أن قوى السوق، والحاجة إلى موافقة مجلس الإدارة، والعواقب الاجتماعية وما إلى

ذلك لا تستطيع مجتمعة أن تحول دون الانحراف عن التعاقد على مطال الذراع، لكنها تفرض في الواقع بعضاً من القيود على ترتيبات التعويضات.

بالنظر إلى تلك القيود فإن درجة تمادي الشركات في محاباة المديرين التنفيذيين لن تتعلق بما تنطوي عليه الترتيبات المزمع عقدها من محاباة فعلية للمديرين وحسب، وإنما أيضاً بالانطباع المتوقع أن تثيره تلك الترتيبات في نفوس المراقبين الخارجيين. والسؤال عما إذا كان المديرون وأعضاء المجلس قد يمتنعون عن تبني ترتيبات تعويضات معينة يتعلق إلى حد بعيد بالسؤال إلى أي حد قد تبدو تلك الترتيبات في أعين المراقبين الخارجيين المعنيين غير مسوغة، أو تنم على إساءة استخدام لأموال الشركة، أو بعبارة أخرى: فاضحة. سوف نشير عموماً إلى ردود الفعل السلبية لدى المراقبين الخارجيين باستخدام مصطلح «السخط»، بالرغم من أن بعض تلك الردود ربما يندرج أكثر في عداد النقد ولا يصل حقيقة إلى مستوى السخط. كما سنشير أيضاً إلى التكاليف التي تترتب على المديرين وأعضاء المجلس بتأثير ردود الفعل السلبية تلك تحت اسم «تكاليف السخط». وكلما كانت ردود الأفعال تلك أقوى وأوسع انتشاراً -أي كلما كان السخط أكبر- كانت تكاليف ذلك بالنسبة للمديرين وأعضاء المجلس بدورها أيضاً أكبر. عندما تبلغ تكاليف السخط حداً معيناً فإنها قد تمنع بالفعل من تبني ترتيبات كانت لتقدم للمديرين مزيداً من المحاباة. وسوف نشير فيما يلي إلى تلك الترتيبات التي لم تخرج إلى النور خشية تكاليف السخط على أنها ترتيبات تتعارض مع «قيود السخط».

ولكن ما الذي يجعل المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يكترثون بالانطباعات الخارجية - وعلى وجه الخصوص بالسخط؟ بدايةً لا بد من الإشارة إلى أن العقوبات التي قد تفرضها السوق على المديرين وأعضاء مجالس الإدارة لتبنيهم ترتيبات معينة تتعلق إلى حد بعيد بالانطباعات وردود الأفعال التي تخلفها تلك الترتيبات في الأوساط المعنية. دعونا ننظر أولاً إلى بورصة حكم الشركات، إن هذه السوق سوف تفرض عقوباتها على تبني الترتيبات المفرطة في محاباة المديرين عبر جعل المديرين وأعضاء المجلس المعنيين أكثر تعرضاً لتحديات المنافسين. غير أن هذه العقوبة لن تبلغ حد التأثير الفعلي إلا إذا بدت ترتيبات الأجور التي تبنتها الشركة في أعين المراقبين الخارجيين مثيرة للسخط إلى حد كبير. عندها قد يرى

المستثمـرون المؤسساتيون في تلـك الترتيبات إشارة قوية إلى أن المديرين التنفيذيين وأعضاء المجلس غير مكترثين بمصالح حملة الأسهم. وهـؤلاء المستثمرون لن يتحمسوا والحالة هذه لدعـم أصحـاب المناصب في مواجهـة التحديات الانتخابيـة أو عروض الاستيـلاء العدواني المحتملـة. بهذه الطريقة، وعبر آلية عمل بورصة حكم الشركات، يستطيع السخط أن يفرض بالفعل عقوبات حقيقية على المديرين وأعضاء المجالس إذا ما تبنوا ترتيبات أجور فاضحة.

لننظـر أيضـاً إلى بورصة المديرين وسمعـة المديرين وأعضاء المجالـس في سوق العمل. لا شـك في أن السمعـة السيئة قد يكـون لها أثر سلبي على آفاق الفرص المستقبلية بالنسبة للمديريـن وأعضـاء مجالس الإدارة. كذلـك فإنها قد تضر أيضاً بمـا يديرونه من صفقات عمـل مع أطراف أخـرى خارج حـدود الشركة. والواقـع أن الكثيرين من أعضـاء المجالس الخارجيـين يهتمون لدخول المجلس إلى حد بعيد طمعـاً فيما تؤمنه لهم عضوية المجلس من هيبة واحترام ومن علاقات وصلات في عالم المال والأعمال. واكتساب سمعة سيئة قد يذهب بتلـك المكاسب ويفرض بدلاً منها تكاليـف وعقوبات. غير أن تلك الخسائر المتعلقة بالسمعة لـن تبلغ حدود التأثير الفعلي على أوضاع المديرين وأعضاء المجالس وآفاقهم المستقبلية، إلا إذا تبنت شركاتهم ترتيبات أجور فاضحة أثارت ردود فعل سلبية عارمة - أو بالأحرى قدراً كبـيراً من السخط. أمـا الترتيبات التي ينظر إليها بوجه عام على أنها تقع ضمن هامش ما هـو مألوف ومشـروع، فمن غير المرجح أن يترتب عليها أي تكاليـف من هذا القبيل حتى إن كانت لا تخدم مصالح حملة الأسهم.

وفي الحقيقـة فإننـا نعتقد أن التكاليف التـي تترتب على المديرين من جـرّاء الترتيبات التـي ينظر إليها على أن فيها إساءة استخدام لأموال الشركة، وأنها مثيرة للسخط، تتجاوز بوضـوح حجم التكاليـف التي ينبئ بها التحليل الأولي الذي يقـف عند حدود عوامل السوق التـي أوردناهـا فيما تقدم من هذه الفقـرة؛ أي إننا نعتقد أن القيـود المفروضة على انتزاع المكاسب المجانية أكثر شدة مما يفترضه التحليل البسيط الذي يقتصر على عقوبات السوق (المحـدودة) التـي تترتب على ترتيبـات التعويضات المثيرة للسخط. لقد سبـق أن أوضحنا في الفصـل 2 أن أعضـاء مجالـس الإدارة يتأثـرون ليس فقط بما تمليـه عليهم مصالحهم الاقتصاديـة الصرفـة «الضيقـة»، وإنما أيضـاً بجملة مـن العوامل الاجتماعيـة والنفسية

(كالزمالة، والوفاء، وروح الجماعة، وما إلى ذلك) التي تدفعهم في اتجاه محاباة المديرين التنفيذيين. ومن منظور مشابه نجد أن هنالك أيضاً العديد من العوامل الاجتماعية والنفسية التي تزيد من حجم التكاليف التي يرتبها المديرون وأعضاء المجالس على أنفسهم بتبنيهم ترتيبات تبدو بنظر المراقبين الخارجيين المعنيين مثيرة للسخط إلى حد بعيد.

إن المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يميلون على العموم إلى إيلاء قدر كبير من الاهتمام لما يحظون به من قبول وتأييد واحترام لدى بعض الشرائح الاجتماعية والمهنية المعنية. يميل أعضاء مجالس الإدارة عموماً إلى العمل على تفادي التعرض للنقد أو التهكم من قبل تلك المجموعات الاجتماعية أو المهنية التي يقدرون آراءها – حتى إن كان ذلك النقد أو التهكم لا يرتب عليهم أي خسائر اقتصادية[5]. وبالنتيجة، حتى إذا فرضنا بأن الدوافع الاقتصادية التي تحركها بورصة حكم الشركات وسوق عمل المديرين لن تبلغ من القوة ما يسمح لها بمنع المديرين من السعي إلى فرض ترتيبات معينة مثيرة للسخط، فإن الخوف من ضغوط النقد والإحراج قد يردعهم عن ذلك. عندما احتل جاك ويلش، المدير العام الأسبق لشركة جنرال إلكتريك، عناوين الصحف بتخليه طوعاً عن التسهيلات المقدمة له بعد التقاعد والمستحقة قانونياً بموجب عقد الاتفاق المبرم مع الشركة –بما في ذلك حق استخدام طائرة خاصة على حساب الشركة، وحق الاحتفاظ بشقة سكنية في نيويورك– إنما كان يسعى دون أدنى شك إلى الحفاظ على ما كان قد حظي به سابقاً من التأييد والاحترام، وذلك على حساب مصالحه الاقتصادية الضيقة[6].

لا شك في أن السخط لن يقوى على فرض تكاليف فعلية ما لم يبلغ الحد الكافي من سعة الانتشار بين صفوف الفئة المعنية من المراقبين. ليس كافياً على الإطلاق أن تذهب مجموعة قليلة من الباحثين أو من المستثمرين إلى تصنيف برنامج التعويضات في عداد الترتيبات التي تضر على نحو فاضح بمصالح حملة الأسهم. كي يكون لعقوبات السوق والتكاليف الاجتماعية أثرها السلبي الفعلي والملموس على المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يجب أن تصل موجة السخط بالدرجة الأولى إلى فئات المراقبين الخارجيين الذين تحظى آراؤهم وتحليلاتهم بعظيم الاهتمام لدى المديرين وأعضاء المجالس أنفسهم: المستثمرين المؤسساتيين، الأوساط المعنية بعالم المال والأعمال، وكذلك أيضاً الفئات الاجتماعية والمهنية التي ينتمي إليها المديرون وأعضاء المجالس ذاتهم.

التمويه:

إن التكاليف الرئيسة التي يتحملها المديرون وأعضاء مجالس الإدارة من جرَّاء تبنيهم ترتيبات أجور تنطوي على قدر كبير من المحاباة للمديرين لا تتعلق في المقام الأول إذاً بالتكاليف الفعلية التي تجرها تلك الترتيبات على حملة الأسهم، وإنما بالانطباعات التي تولدها لدى فئات معينة من المراقبين الخارجيين وبالصورة التي تبدو بها في أعين أولئك المراقبين. الصورة والانطباع هما إذاً ما يهم هنا. وهذا يأخذنا إلى مفهوم آخر يلعب دوراً حساساً في فهم تضاريس التعويضات: التمويه.

لما كان للمشهد الخارجي والانطباعات التي يولدها ذلك القدر من الأهمية، فإن من الطبيعي أن يعمد مهندسو برامج التعويضات إلى وضع حد للنقد والسخط الخارجيين عبر تغطية، وتغليف، وإخفاء -باختصار عبر تمويه- المكاسب المجانية. كلما بدت رزمة التعويضات أكثر عقلانية وتوازناً، اتسعت حرية المديرين في التمتع بمزيد من المكاسب المجانية دون أن يواجهوا في ذلك ما يستحق الذكر من مظاهر السخط. وبناء عليه، وتبعاً لمنظور سلطة المديرين، فإن المديرين سيميلون بطبيعة الحال إلى ترجيح سياسات التعويضات التي تخفي القيمة الإجمالية لتعويضاتهم، التي تبدو أكثر ارتباطاً بالأداء مما هي عليه في حقيقة الأمر، التي تغلف الأجور في أشكال يسهل تسويغها والدفاع عنها.

وبقدر ما تتسع أمام مهندسي برامج التعويضات مساحة الحرية في ممارسة التمويه، بقدر ما ينبغي أن نتوقع منهم استثمار تلك المساحة بكل أبعادها. قبل عام 1992، كانت هيئة الأوراق والأسواق المالية تملي على الشركات تقديم تقارير دورية حول تعويضات مديريها إلى العموم، لكنها تترك لها بالمقابل الحرية في صياغة تلك التقارير على النحو الذي تراه مناسباً. وليس مفاجئاً أن نرى تلك الشركات قد دأبت على الاستفادة على نحو أعظمي من صلاحياتها تلك لإخفاء حجم وشكل أجور مديريها. يصف أحد الموظفين المسؤولين في هيئة الأوراق والأسواق المالية واقع تعامل الشركات مع تقارير الأجور وفق ما كانت عليه الحال قبل 1992، كما يلي:

> كانت المعلومات المقدمة [في حقل تعويضات المديرين] غامضة ومبهمة... كان بيان التعويضات التقليدي يمتد إلى عشر صفحات إلى أربع عشرة صفحة. وتبعاً لموقف الشركة من البيان لم يكن غريباً أن تجد رزمة أجور بقيمة 3,500,081$ قد صيغت بالأحرف الهجائية حرفاً حرفاً في بيان يخلو من الأرقام. هذا يعطي فكرة عن طبيعة تلك البيانات: كانت بيانات طنانة، غامضة مبهمة، مصاغة بلغة قانونية معقدة، وكانت الأرقام ذات الدلالة إما مغيبة أو مدفونة هنا وهناك بين الصفحات الأربع عشرة. ذات مرة قام أحدهم بتوزيع بيان توكيلي على عدد من المحللين الذين يعملون لصالح المؤسسات الاستثمارية، وطلب منهم أن يحسبوا التعويضات التي يتقاضاها المديرون التنفيذيون الواردة أسماؤهم في البيان. لم يكن بين النتائج رقمان متطابقان. كانت الأرقام التي حصلوا عليها شديدة التباعد بعضها عن بعض وممتدة على مجال واسع[7].

في العام 1992، عمدت هيئة الأوراق والأسواق المالية إلى تشديد القواعد فيما يخص صياغة بيان التعويضات وذلك عبر إلزام الشركات باستخدام نماذج جاهزة تحدد آلية تقديم المعلومة حول أجور المديرين. والحق أن قوائم التعويضات النموذجية التي يجب اليوم على الشركات استخدامها قد جعلت التمويه مهمة أكثر صعوبة وتعقيداً، غير أن شروط العام 1992، فيما يخص بيان التعويضات قد فشلت، كما سوف نوضح في فصول لاحقة من الكتاب، في وضع حد لقدرة الشركات على تمويه حجوم أجور المديرين وأشكالها.

قد يتساءل المرء بحق: طالما أن المكاسب المجانية مموهة، كيف للمراقب إذاً (والأمر ينسحب أيضاً على مؤلفي الكتاب) أن يجزم بأن المديرين يتمتعون بمكاسب مجانية؟ من الناحية النظرية يمكن أن يتم تمويه المكاسب المجانية بدرجة عالية من الإتقان بحيث يصبح كشفها أمراً غير ممكن على الإطلاق. غير أن الواقع يقول إن التمويه يحافظ على نجاحه وفاعليته طالما ظلت المكاسب المجانية مغيبة عن أعين تلك الفئة من المراقبين الخارجيين التي إن بدا عليها السخط، فإن سخطها من شأنه أن يكلف المديرين وأعضاء المجلس غالياً. أما المراقبون الآخرون فإن إدراكهم لحقيقة المكاسب المجانية لا يغير شيئاً في المعادلة.

ومن هنا فإن مفهوم التمويه لا يتعارض مع إمكانية أن يقوم أحد المراقبين الخارجيين بتمييز المكاسب المجانية المخبأة بين طيات ترتيبات التعويضات. في هذه الحالة ينظر إلى النتيجة التي خلص إليها المراقب المعني على أنها إنما تعكس حكمه الشخصي، الذي لا يصح تعميمه، والقاضي بأن برنامج التعويضات يعتريه شيء من التشويه لجهة محاباة المديرين. ومع مرور الزمن قد يلقى ذلك الاستنتاج بطبيعة الحال مزيداً من القبول والتأييد ليفرض نفسه على نطاق واسع، عندها يكون غطاء التمويه قد سقط عن تلك المكاسب المجانية. غير أن بعض أشكال المكاسب المجانية قد تظل مخفية حتى بعد أن ينجح بعض المراقبين في استبانة أمرها.

السخط والتمويه على أرض الواقع

ذهبت بعض الأصوات الناقدة لعملنا السابق على الزعم بأن فكرة تكاليف السخط، وكذلك أيضاً فكرة التمويه المنبثقة عنها، لا تتعديان كونهما تكهنات نظرية غير قابلة للاختبار تجريبياً[8]. غير أن الأمر ليس كذلك على الإطلاق. هناك دلائل تجريبية تبين أن المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يتأثرون فعلاً -فيما يخص التعويضات، وكذلك أيضاً فيما يخص أنماط أخرى من القرارات- بالنقد الخارجي والسخط عندما يبلغان حداً كافياً من القوة. وهناك أيضاً دلائل تجريبية على أن المديرين وأعضاء المجالس يلجؤون إلى أساليب التمويه.

بداية نود أن نبين أن هنالك دلائل تثبت أن قرارات حملة الأسهم ذات الطابع الوصائي تترك وراءها آثاراً فعلية على سياسات الشركات. بالرغم من أن تلك القرارات غير ملزمة، وبالرغم من أنها نادراً ما تنجح في الحصول على التأييد المطلوب لاكتساب أي صفة رسمية، فإن وجودها يسلط ضوءاً ناقداً على الجوانب الخلافية في سياسات الشركات فيما يخص تعويضات المديرين، ويزيل قسماً لا بأس به من الغموض الذي يعتري تلك السياسات. هنالك دراسة قام بها راندال توماس و كينيث مارتين عنيت بالبحث في الأثر الفعلي للقرارات الوصائية المتعلقة بالأجور أثناء أواسط تسعينيات القرن العشرين، وخلصت إلى نتيجة مفادها أن تلك القرارات قد تركت بالفعل أثراً ملطفاً على قرارات التعويضات اللاحقة[9].

وجدت تلك الدراسة أن العامين التاليين لصدور قرارات حملة الأسهم الوصائية المنتقدة لأجور المديرين في شركات معينة قد شهدا تراجعاً واضحاً في إجمالي التعويضات في تلك الشركات بلغ قيمة وسطية موثوقة إحصائياً مقدارها 2.7 مليون $ (بعد التصحيح تبعاً للحقل الذي تعمل فيه تلك الشركات). كذلك فقد وجد الباحثان في دراسة لاحقة أن ارتفاع معدل التصويت ضد مشروعات القرارات المدعومة من قبل الجهاز الإداري بشأن تصديق خطط خيارات الأسهم قد كان له أثر واضح في تبطيء نمو تعويضات المدير العام على مدى السنوات اللاحقة[10].

هناك دراسة أخرى قام بها أليكساندر ديك و لويجي زينغاليس عنيت بآثار المتابعة الإعلامية على قرارات الشركات بوجه عام. وقد وجد الباحثان أن الاهتمام والمتابعة من قبل الأوساط الإعلامية يدفع بالشركات إلى تبني سياسات أكثر رفقاً بالبيئة على سبيل المثال. وعلى صعيد القضايا المتعلقة بحوكمة الشركات بينت الدراسة أيضاً أن اهتمام الأوساط الإعلامية يقلل القيمة التي يبتلعها حملة الأسهم المسيطرون[11].

وكواحد من الأمثلة الشهيرة التي تبين قدرة النقد الخارجي على التأثير في قرارات الجهاز الإداري الذي يقود الشركة نذكر هنا الحملة التي قادها روبرت مونكس الناشط بين صفوف حملة أسهم شركة سيرس ضد سياسات مجلس إدارة الشركة. أثناء أواخر الثمانينيات وأوائل التسعينيات اضطر مجلس إدارة سيرس تحت ضغط حملة مونكس إلى تبني العديد من المشروعات الجديدة بهدف تحسين أداء الشركة والارتقاء به عن المستوى التعيس الذي كان قد تدنى إليه. بعد أن تم تجاهل انتقاداته مراراً وتكراراً من قبل مجلس إدارة الشركة عمد مونكس في نيسان/أبريل 1992، إلى نشر إعلان في مجلة وول ستريت جورنال أعطاه العنوان «القيادات المقصرة في سيرس» فضح فيه أوجه الإهمال والتقصير في أداء أعضاء مجلس إدارة سيرس مشيراً بالاسم إلى الأعضاء المقصرين. وعلى إثر ذلك اضطر أعضاء المجلس، بدافع الحرج، للرجوع إلى مقترحات مونكس وتبني بعض منها على نحو فعلي، الأمر الذي قاد إلى تحقيق انعطافة غير عادية في سعر أسهم الشركة؛ إذ عاد السعر ليسجل ارتفاعاً يقارب 10 بالمئة فور الإعلان عن تلك التغييرات (هذا الارتفاع في سعر الأسهم مصحح لجهة مراعاة الحركة العامة لسوق الأوراق المالية)[12].

وهنالـك مثال آخـر لا يقل وضوحاً هو مثال صندوق تقاعـد موظفي الشركات العامة في ولايـة كاليفورنيا (كالبيرس) والسياسة التي انتهجتهـا هذه المؤسسة في حث الشركات على تحسـين أدائهـا عبر تسليط الضوء علـى الشركات ذات الأداء المتواضـع. على مدى سنوات عديدة دأبت كالبيرس على إدراج الشركات ذات الأداء الضعيف ضمن قائمة خاصة أسمتها «قائمـة العناية المركزة»، وقدمـت العديد من المقترحات لتحسـين السياسات الإدارية لتلك الشـركات، مـن شاكلة اقتراح جعل لجـان التعويضات ولجان الترشيـح مكونة حصرياً من الأعضاء المستقلين. وفي حالات كثيرة عمدت الشركات المدرجة في القائمة بالفعل إلى تطبيق بعض التغييرات التي اقترحتها كالبيرس. وفي العام 1991، وبعد أن أشار العديد من المديرين العامـين علـى كالبيرس بأن تخفيف حدة النزعة الهجومية من شأنـه أن يكسبها مزيداً من الفاعليـات، قررت كالبيرس تبنـي سياسة أكثر «لطفاً» تخلو من عناصر التشهير بالشركات المقصـرة. غير أن تلك الشركات، في ظل غياب خطر التعرض للتشهير والفضيحة، سرعان مـا سجلت تطوراً عكسيـاً لتصبح أقل تعاوناً. وقد وصف ديـل هانسون، الذي تسلم في ذلك الحـين منصـب المدير العـام التنفيذي في كالبيرسـ، الوضع الذي آلت إليـه الأمور في تلك الآونـة بالقول: «لقد أثبتت لنا التجربـة أن بعض الشركات لن تتحرك لمواجهة المشكلة ما لم تجـد نفسها مضطرة إلى التحرك لأن المشكلة قد باتـت تحت عدسة الرأي العام». في العام 1992، عـاودت كالبيرس اعتماد سياسة التشهير والإحـراج العلني في تعاملها مع الشركات الأقل تعاوناً[13].

وفي الواقع فإن سياسة الإحراج العلني التي اتبعتها كالبيرس قد تركت بالفعل أثراً قابلاً للقياسـ في الشركات التـي تم تسليط الضوء عليها. فقد وجدت بيلـين ڤو أن الشركات التي أدرجتها كالبيرس على قائمة العناية المركزة من حيث ضعف أداء جهازها الإداري قد شهدت لاحقاً توجهاً أقوى نحو تقليص أعداد أصحاب المناصب بين صفوف أعضاء مجالس الإدارة. كذلـك فقد سجلت تلك الشـركات أيضاً معدلات أعلى فيما يخص حـوادث استبدال المدير العام[14]. كما أن من الواضح أن سياسة الإحراج العلني قد كان لها أثرها أيضاً على الفرص المستقبليـة لأعضـاء المجالسـ الداخليين الذين اضطـروا لمغادرة مجالسـ إدارة الشركات المستهدفـة. فقـد وجـد هؤلاء صعوبـات أكبر كثـيراً، بالمقارنة مـع نظرائهم مـن الأعضاء

الداخليين المغادرين من مجالس الشركات الأخرى، فيما يخص الوصول إلى عضوية مجالس الإدارة في شركات جديدة. وكما يتضح من هذه الدراسة فإن الشهرة السلبية وما تثيره من السخط يفرضان بالفعل تكاليف حقيقية لا يجوز إغفالها.

وأخيراً، وربما يكون الأهم، فإن هناك دلائل قوية تؤكد الوجود الفعلي لممارسات التمويه. تقضي فكرة التمويه، في واحد من انعكاساتها المباشرة القابلة للاختبار والقياس، بأن انحراف ترتيبات التعويضات عن مقتضيات التفاوض على مطال الذراع ينبغي أن يشير في معظم حالاته في اتجاهات تجعل حجم الأجور ودرجة حساسيتها للأداء أقل شفافية ووضوحاً. وسياسات التعويضات الحالية تؤكد بقوة صحة هذه الظاهرة التي تمثل انعكاساً مباشراً لفكرة التمويه. وكما سوف نوضح في فصول لاحقة فإن سياسات التعويضات السائدة –من قبيل تعويضات التقاعد، ترتيبات التعويضات المؤجلة، قروض المديرين، ونظام الخيارات التقليدية– تترك بدورها فسحة واسعة لممارسات التمويه.

دور مستشاري التعويضات

جرت العادة أن تكلف الشركات العامة في الولايات المتحدة الأمريكية مستشارين خارجيين بتقديم إسهام فاعل في عملية تحديد تعويضات المديرين[15]. وتبعاً لوجهة نظر سيناريو التعاقد على مطال الذراع يمكن تسويغ استخدام مستشاري التعويضات على قاعدة أن هؤلاء يملكون الخبرة والكفاية اللازمتين لتقديم إسهام اختصاصي في عملية تصميم رزم الأجور: فالمستشارون يملكون معلومات حول الأجور لا يتم تداولها بصورة مباشرة بين الشركات. والشركات تشارك عادة في استبيانات التعويضات التي ينظمها المستشارون لمعرفتها بأن ما تبوح به من معلومات خاصة سوف يظل محفوظاً في أيد أمينة. والمستشارون يستفيدون بدورهم من جملة المعطيات المتوافرة لديهم في تطوير تصاميم جديدة لترتيبات الأجور يضعونها في نهاية المطاف في خدمة موكليهم.

بالرغم من أننا نتفق مع وجهة النظر تلك في أن مستشاري التعويضات يملكون القدرة على ممارسة دور مهم ومفيد في عملية تحديد الأجور، وأنهم يمارسون فعلاً ذلك الدور في بعض الأحيان، إلا أن من المهم أن نستوضح بالمقابل أن الشركات تستخدم مستشاري

التعويضات أيضاً لمهمة تمويه المكاسب المجانية. إن حقيقة أن أعضاء مجلس الإدارة قد تبنوا رزمة تعويضات تم اقتراحها من قبل مستشار لشؤون التعويضات -ولم يصمّموها بأنفسهم- تضفي بحد ذاتها على رزمة التعويضات المعنية غطاء الشرعية. إذا تعرض أعضاء مجلس الإدارة لأي انتقادات أو اتهامات فيما يخص التعويضات يمكنهم أن يسوغوا قراراتهم ببساطة على أنها مبنية على مقترحات مقدمة من قبل خبير خارجي.

والواقع أن هيئات المحكمة قد دأبت بدورها على إبداء مزيد من الاحترام إزاء قرارات مجالس الإدارة التي تستند إلى استشارات مقدمة من قبل خبراء خارجيين. وبصورة مشابهة فإن مستشاري التعويضات يمكنهم أن يضفوا على قرارات التعويضات التي يتخذها مجلس الإدارة مزيداً من الشرعية في نظر شرائح أخرى من المراقبين الخارجيين أيضاً. وقد أثبتت دراسة قام بها جيمس ويد و جوزف بوراك و تيموثي بولوك أن مستشاري الأجور يتم استخدامهم على نحو منهجي لغرض تسويغ تعويضات المديرين أمام المراقبين الخارجيين. لقد وجدت هذه الدراسة أن الشركات التي لديها أعداد أكبر من المسهمين الخارجيين النشيطين والحريصين على رصد ترتيبات الأجور ومتابعة تطوراتها هي في الوقت ذاته الشركات الأكثر ميلاً إلى الاعتماد على مستشاري التعويضات في تسويغ قراراتها المتعلقة بتعويضات المديرين[16].

لكن ويا للأسف فإن مجرد كون رزمة الأجور مقترحة من قبل أحد مستشاري التعويضات لا يعني بالضرورة أنها تستحق بالفعل شهادة جودة. وقد بحث ويد وبوراك وبولوك ضمن إطار دراستهم المذكورة آنفاً في الطرائق التي تتبعها الشركات في اختيار «الشركات النظيرة» لاستخدامها كمقياس لدى تقويم الأداء الذاتي للشركة. وقد وجد الباحثون أن تعريف «الشركات النظيرة» يتجاوز بوضوح الحدود الفعلية لحقل العمل المعني في حالة الشركات ذات الأداء الضعيف بالنسبة لعموم شركات الحقل، وكذلك أيضاً في حالة الشركات التي يتقاضى مديرها العام أجوراً مفرطة بالمقارنة مع المديرين العامين لشركات الحقل المعني[17]. وفي دراسة أخرى وجد كيفن موري في «أن ثلثي الشركات الألف الكبرى قد سجلت نجاحاً مزعوماً بتحقيق أداء يفوق وسطي أداء الشركات المنافسة في حقل العمل المعني أثناء السنوات المالية الخمس الفائتة»[18]. ومن المفيد أن نستوضح أن اصطناع مثل هذه التقديرات المتناقضة يتم بالتعاون الوثيق مع مستشاري الأجور.

توالي الارتفاع

إن الجهود المشتركة لمستشاري التعويضات، الذين لديهم دوافعهم للسعي إلى إرضاء المديرين العامين، ومجالس الإدارة التي تبدي بدورها ميولاً مشابهة، قد قادت إلى تفاقم ظاهرة ارتفاع مستويات الأجور مع مرور السنين. قام جون بيزجاك و مايكل ليمن و لاليتا ناقين بإجراء مراجعة دقيقة لتقارير التعويضات عن العام 1997، في مثال 100 شركة من الشركات المسجلة في دليل إس & بي 500، وخلصوا في ذلك إلى أن الغالبية العظمى من الشركات التي تعتمد طريقة المقارنة مع «الشركات النظيرة» تختار لتعويضات مديريها موقع الوسط أو ما فوق ذلك على سلم تعويضات شركات الحقل المعني[19]. وهذا الاختيار الذي لا يخلو من السخاء من شأنه أن يدفع تعويضات المديرين على نحو مطرد نحو الأعلى مع الزمن حتى ولو لم يكن هناك أي تحسن في أدائهم.

للبحث في هذه الظاهرة عمد بيزجاك وزملاؤه إلى دراسة تطور قرارات التعويضات في ما يقارب 1500 شركة من الشركات المسهمة العامة أثناء المدة 1992 - 1998. وقد وجدوا أن المديرين العامين الذين كانت أجورهم أدنى من القيمة الوسطى قد حصلوا على زيادات تفوق بوضوح وسطي زيادات الأجور سواء على صعيد القيمة النسبية أو المطلقة، وذلك حتى في حالة الشركات التي سجلت تراجعاً في الميزانية وفي سعر الأسهم. ومما لا شك فيه أن مثل هذه السياسات تقود بصورة حتمية إلى ارتفاع مستمر في مستوى التعويضات[20].

وقد وصف كيم كلارك، عميد كلية الأعمال في هارفارد، أخيراً عملية توالي الارتفاعات تلك بالعبارات الآتية: «إن استخدام مستشاري التعويضات ... قد خلق ... مفعول ليك ووبغان»، تعلمون أن الجميع في تلك البلدة التخيلية كان فوق الوسط. والآلية التي تحكم سير النظام في الكثير من الشركات هي أن غالبية المديرين العامين يريدون لأنفسهم الموقع 75 بالمئة في التوزع الإحصائي للتعويضات ... والنتيجة هي مفعول توالي ارتفاع الأجور بعد كل ارتفاع يعم خبره في السوق، الأمر الذي يقود إلى تشوهات جدية في تعويضات المديرين العامين»[21].

سلطة المديرين وتطورات العقد الماضي

لقد انتقد كيڤن موريڤو براين هول عملنا السابق حول العلاقة بين سلطة المديرين وأجورهم مفترضين أن السيناريو الذي قدمناه في ذلك العمل يعجز عن تفسير الزيادات الكبيرة في

تعويضات المديرين أثناء تسعينيات القرن العشرين.[22] كذلك فإن هولمان جنكنس الذي يكتب عمـوداً في مجلـة وول ستريت جورنال قد شكك بدوره في صحـة عملنا على أرضية افتراضات مشابهـة[23]. تقـوم هذه الانتقادات إلى افتراض أن سلطة المديريـن العامين قد تراجعت أثناء التسعينيـات بفعل تحول مجالس الإدارة إلى ضم المزيد من الأعضـاء المستقلين على حساب الأعضاء أصحاب المناصب. ولو كان سيناريو سلطة المديرين صحيحاً لاقتضى ذلك أن تتراجع الأجور أثناء تلك الحقبة لا أن تشهد ارتفاعات كبيرة، وفق ما يزعمه المنتقدون.

غـير أنه ليس مؤكـداً على الإطلاق أن نفوذ المديرين قد تراجع فعلاً خلال التسعينيات. فبالرغم من التطورات التي طرأت على تركيبة مجالس الإدارة، نجد أن وسائل الدفاع المتاحة لأعضـاء المجلس في مواجهة تحديـات الاستيلاء الخارجية قد تعززت بالمقابل أيضاً. وهكذا فإن اكتراث المديرين ومجالس الإدارة بالتهديد الماثل في محاولات الاستيلاء الخارجية كان أثناء عقد التسعينيات أقل جداً منه أثناء العقد الذي سبقه.

كذلـك فقد لحظت الانتقادات الموجهة لعملنا السابق أيضـاً أن ارتفاع التعويضات أثناء التسعينيـات قد حدث في أعقاب تبني شروط الإشهار المشددة في العام 1992 [24]. وقد حاول المنتقدون استثمار هذه الحقيقة زاعمين أن تلك الزيادة في الشفافية كان ينبغي لها أن تقود إلى انخفاض وليس إلى ارتفـاع في مستويات الأجور، لو كان لسلطـة المديرين بالفعل ذلك الدور المهم في تحديد تعويضاتهم.

إننـا نؤيد منتقدينا في أن زيادة الشفافيـة ينبغي أن تسهم في تقييد الأجور بافتراض أن العوامـل الأخرى باقية جميعها على حالها. ولكن في الواقع كان هناك تغيرات أخرى في مدة التسعينيـات عملت على رفـع الأجور بمعدلات أكبر بوضوح من الزيـادة اللازمة لتعديل أثر الإمعان في الإشهار وزيادة الشفافية. وبنظرنا فإن ارتفاعات أجور المديرين أثناء التسعينيات قد جـاءت بفعل تطورات طرأت على بيئة التعويضات -كتزايـد اهتمام حملة الأسهم بربط الأجـور بـالأداء، والازدهار العام الذي شهدتـه أسواق الأوراق الماليـة- وقد تمكن المديرون التنفيذيون من استثمار تلك التطورات لتحقيق المزيد من المكاسب الإضافية.

في أوائـل التسعينيات عمدت المؤسسات الاستثمارية والهيئات الاتحادية الناظمة لحركة السـوق، بدعم من خـبراء الاقتصاد المـالي، إلى الضغط على الشـركات لتعزيز استخدام

برامج التعويضات القائمة على قاعدة الأداء. وقد جاء إقرار المادة 162(m) من قانون الضرائب الاتحادي في العام 1992، التي تمنع إدخال التعويضات المقدمة لمدير ما التي تزيد عن المليون $ للعام الواحد في حسابات الخصم الضريبي ما لم تكن التعويضات الزائدة «مرتبطة بالأداء»، بهدف تشجيع الشركات على استخدام هذا النوع من التعويضات.

وقد عرف المديرون كيف ينتزعون لأنفسهم المكاسب من موجة الحماسة للتعويضات القائمة على قاعدة الأداء. فقد أفادوا من نفوذهم في مجالس الإدارة للحصول على أجور إضافية ضخمة اتخذت شكل خيارات الأسهم دون أن يترتب على ذلك أي تخفيضات مقابلة في تعويضاتهم النقدية. في عالم يسود فيه منطق مطال الذراع قد يوافق صاحب العمل في كثير من الأحيان على زيادة في قسم معين من رزمة التعويضات مقابل خفض مكافئ في قسم آخر من الرزمة. أما في عالم واقع الشركات، حيث تخضع التعويضات لنفوذ المديرين أنفسهم، فقد استجاب المديرون ومجالس الإدارة للدعوات المنادية بالتعويضات القائمة على أساس حقوق الملكية بكل بساطة عبر إضافة تعويضات من هذا النوع إلى ترتيبات التعويضات القائمة بدلاً من الاستعاضة عن التعويضات غير الحساسة للأداء بتعويضات حقوق الملكية المرتبطة بالأداء.

وفضلاً عن ذلك فقد أفاد المديرون من نفوذهم في تصميم برامج الخيارات على النحو الذي يضمن لهم القدر الأكبر من المكاسب. وكما سوف نوضح لاحقاً فإن خطط الخيارات التقليدية لا تضمن الربط القوي بين أجور المديرون وأدائهم الذاتي بقدر ما تسمح للمديرين بجني ثمار المصادفة التي تتجسد في ارتفاعات أسعار الأسهم الناجمة كلياً عن حركية السوق والتطورات العامة التي يشهدها حقل العمل المعني، التي لا دور فيها للمديرين أنفسهم على الإطلاق. وبالنتيجة فإن المديرين يحصدون مكاسب أكبر كثيرا مما كان ينبغي في خطط الخيارات المجدية أن تقدمه لهم.

بالنظر إلى الزيادات الهائلة التي طرأت على الأجور أثناء العقد الماضي قد يتساءل البعض من منتقدي وجهة نظرنا، لماذا لم يستخدم المديرين، الكارهون بطبيعة الحال للمجازفة، نفوذهم المزعوم في محاولة الحصول على زيادات في تعويضاتهم النقدية بدلاً من أن تنحصر تلك الزيادات في خيارات الأسهم. لو كانت القيمة الإجمالية للتعويضات المتاحة ثابتة، لكان

مـن المؤكد أن المديريـن سيفضلون الحصول علـى تلك التعويضات نقـداً وليس على صورة خيـارات الأسهم. لكن المديرين في سعيهم إلى زيادة أجورهم أثناء التسعينيات لم يكن لهم أن يختـاروا بين تعويضـات نقدية إضافية وتعويضات قائمة على خيارات الأسهم مكافئة لها في القيمـة التقديرية. وبالمقابل فإن الحماسة الكبيرة التـي أبدتها الأوساط الخارجية إزاء التعويضـات القائمة على حقوق الملكية قد أعطت المديريـن فرصة ذهبية لانتزاع تعويضات إضافيـة قائمة على خيـارات الأسهم دون أن يقابل ذلك أي خفض في تعويضاتهم النقدية تحفظ التوازن ولو جزئياً في إجمالي قيمة التعويضات.

وبالإضافـة إلى ذلك، ونظراً لأن تعويضات خيارات الأسهـم تفتح آفاق جديدة لتحسين حوافز الأداء، فإن استخدام برامج الخيارات قد مكن الشركات من تسويغ رزم التعويضات المفرطـة التي بلغت قيماً كانـت ستثير موجة عارمة من السخط مـن شأنها أن تمارس دوراً رادعـاً لو كانت قد أخذت شكل تعويضات نقديـة. في العام 2001، استطاع مدير عام شركة إبّل الحصول على رزمة خيارات تجاوزت قيمتها نصف المليار من الدولارات، وإن رافق ذلك بعض من صيحات الاحتجاج[25]. ومما لا شك فيه أن التعويضات النقدية من هذه المرتبة لا تـزال إلى اليوم خارج حدود التصورات. وكما سـوف نناقش بالتفصيل في الفصل 11، فقد كان بمقـدور الشركات الوصـول إلى تصاميم أفضل لخطط الخيارات مـن شأنها أن تخلق القدر ذاته من الحوافز بتكاليف أصغر جداً. غير أن عناصر ثمار المصادفة الضخمة المخبأة بين طيات خطط التعويضات التي عمدت الشركات إلى استخدامها لم تكن واضحة وشفافة على النحو الكافي لافتضاح حقيقتها كتعويضات غير منصفة وغير مسوغة. وباختصار فقد تمكـن المديـرون من استغـلال التوجه العام لدى حملـة الأسهم نحو زيـادة حساسية الأجر لـلأداء –وكذلك أيضاً من استغلال سهولة الدفاع عن تعويضات الخيارات وتغطيتها قانونياً حتى ولو كانت تقوم على خطط مغلوطة– ليحصلوا على مقادير غير مسبوقة من التعويضات التي تمتاز بدرجة كبيرة من الاستقلال عن أدائهم الذاتي.

ومـن جهة أخرى فإن الازدهار الذي شهدته سـوق الأسهم أثناء التسعينيات شكل بدوره عامـلاً مهماً ثانياً صب في خدمة مصالح المديريـن. لقد كانت تعويضات المديرين تاريخياً، ولا تـزال إلى اليوم، مرتبطة ارتباطـاً مباشراً بالقيمة السوقية لرأس مال الشركة. مديرو

الشركات التي تملك رأس مال أكبر في السوق يحصلون عادة على تعويضات أكثر ارتفاعاً[26]. وهكذا فإن النمو الكبير الذي شهدته سوق الأسهم في التسعينيات، والذي فاض ليعوّم الكثير من الشركات ذات الأداء الضعيف فوق سطح الماء، قد أعطى معظم الشركات مسوغات مقنعة سمحت بتمرير زيادات ضخمة في الأجور.

وبالإضافة إلى ذلك فإن المستثمرين وغيرهم من الأطراف الخارجية المعنية الأخرى يعتمدون دون على العموم حساسية أقل إزاء ترتيبات الأجور المفرطة والمشوهة أثناء أوقات الازدهار التي تحقق فيها الأسواق نمواً سريعاً. وهكذا فإن السوق الصاعدة أثناء التسعينيات -التي شهدت أكبر صعود عرفته الأسواق منذ عهد الركود- قد كان لها أثر كبير في إضعاف قيود السخط وإعطاء المديرين ومجالس الإدارة هامشاً كبيراً من الحرية لدفع أجور المديرين أكثر فأكثر نحو الأعلى. وبعبارة أخرى يمكن القول إن ازدهار سوق الأسهم قد لعب دوراً فاعلاً في الازدياد الكبير الذي شهدته تعويضات المديرين أثناء التسعينيات. وعلى العكس من ذلك فإن حملة الأسهم عندما يرون أن قيمة استثماراتهم ماضية في انحدار شديد نحو الأسفل، يصبحون بطبيعة الحال أكثر شغفاً بمتابعة أداء الجهاز الإداري وأقل استعداداً للتغاضي عما يرون فيه (بحق أو بغير حق) تجاوزات من قبل ذلك الجهاز. وليس من قبيل المصادفة أن التراجعات الكبيرة في أسواق الأسهم كثيراً ما يتبعها إصدار قوانين جديدة تعمل على وضع حد للممارسات التي ينظر إليها عموماً على أنها تجاوزات من قبل أصحاب المناصب[27]. ومن هنا فإن توقف أجور المديرين منذ العام 2000، عن الاستمرار في تصاعدها السريع يرجع في جزء منه أيضاً إلى بعض التشديد الذي طرأ على قيود السخط.

تفسيرات بديلة للعقود غير المجدية

سوف نأتي في الفصول القادمة على مناقشة العديد من سياسات التعويضات المختلفة التي تبدو غير مجدية وبذلك أيضاً غير متوافقة مع التعاقد القائم على مطال الذراع. وتلك السياسات تتفق بالمقابل مع سيناريو سلطة المديرين. ولكن قبل أن ننتقل إلى الخوض في تلك السياسات نود هنا أن نناقش اثنين من التفسيرات البديلة لسياسات التعويضات غير المجدية، وأن نسلط الضوء على الاختلاف بين الاستنتاجات والتوقعات التي تنبثق عنهما وتلك التي تنبثق عن سيناريو سلطة المديرين.

المعايير والتقاليد

لا شك أن النزعة الطبيعية للالتزام بالمعايير والتقاليد السائدة تترك أثرها على سلوك الأفراد في مختلف المجالات. أثناء السنوات الأخيرة اهتم العديد من الباحثين في شؤون القانون بدراسة الدور الذي تضطلع به المعايير على صعيد قانون الشركات وكذلك أيضاً على صعيد حوكمة الشركات[28]. من الطبيعي أن نتساءل عما إذا كانت المعايير تلعب دوراً فاعلاً في تحديد تعويضات المديرين. قد يذهب البعض إلى الحجة التي تقول إن التعويضات غير المجدية قد تنبعث إلى النور بوجه أو بآخر، ثم لا تلبث أن تصمد وتعزز وجودها، لأن مجالس الإدارة تميل بطبيعة الحال إلى اتباع سياسات تنسجم إلى حد بعيد مع السياسات السائدة في الشركات النظيرة، وذلك بغض النظر عما إذا كانت تلك السياسات تخدم مصالح حملة الأسهم أم لا.

إننا نتفق مع وجهة النظر التي تقول إن الميل إلى الالتزام بالمعايير السائدة قد يلعب دوراً فاعلاً في قرارات مجلس الإدارة بشأن تعويضات المديرين. لا شك أن أعضاء مجلس الإدارة سوف يبدون استعداداً أكبر للمصادقة على ترتيبات الأجور المشابهة لتلك التي تتبناها الشركات الأخرى، فلحاق المرء بركب الجماعة لا يتطلب منه ذلك الجهد الكبير في التحليل والتفسير والتسويغ، ولا يتطلب منه تلك الدرجة من الثقة بسلامة حكمه الشخصي، مثل ما قد تتطلب منه محاولته شق طريق جديد.

ومن هنا فإن لجان التعويضات ومجالس الإدارة تتأثر جميعها بالنزعة الطبيعية إلى الالتزام «بالمعايير السائدة» أو على الأقل إلى الظهور بمظهر من يلتزم بتلك المعايير.

إن النزعة إلى الالتزام بالمعايير تجعل أي تغيير في الوضع الراهن -أي انتقال من توازن إلى آخر- يسير بإيقاع أبطأ من الإيقاع الذي كان سيسير به في حال غياب تلك النزعة. وتطور ترتيبات الأجور يتباطأ بالفعل ويتحول إلى عملية شائكة ومطاطة بفعل ميل لجان التعويضات إلى الالتصاق بالترتيبات التقليدية الرائجة ومقاومتها لمحاولات الانحراف بعيداً عن سياسات الأجور السائدة.

على أن النزعة إلى الالتزام بالمعايير لا يمكنها أن تقدم تفسيراً للسبل التي سلكتها ترتيبات التعويضات في تطوراتها السالفة. كما إنها عاجزة أيضاً عن التنبؤ بالتطور المستقبلي لتلك

الترتيبات. إن العطالة الناجمة عن الميل إلى الالتزام بما هو سائد تنبئ فقط بأن الانتقال من توازن إلى آخر سوف يكون تدريجياً وبطيئاً. لكنها لا تستطيع أن تفسر وصولنا إلى التوازن القائم ولا أن تتكهن بطبيعة التوازن الجديد الذي ستؤول إليه الحال مستقبلاً.

إن نماذج تعويضات المديرين تتغير بوجه كبير مع الزمن. بعض السياسات التي سوف نأتي على مناقشتها في فصول قادمة لم تخرج إلى النور، أو لم تكتسب أهميتها الكبيرة، إلا أثناء العقد الماضي. والعطالة الناجمة عن الميل إلى التزام المعايير لا يمكنها أن تخبرنا الكثير حول الأسباب التي دفعت بترتيبات الأجور إلى السير في هذا الاتجاه دون سواه.

إذا أردنا أن نقدم توصيفاً شاملاً لتعويضات المديرين فإن علينا أن نربط فرضية التزام المعايير والتقاليد مع واحدة من النظريات الأخرى كنظرية التعاقد على مطال الذراع أو نظرية سلطة المديرين. إن أي نظرية تجمع التزام المعايير مع سيناريو التعاقد على مطال الذراع سوف تتنبأ لقوى السوق بالدور الأهم في تحديد مسار تطور ترتيبات تعويضات المديرين وإن كانت ستعترف لنزعة التزام المعايير بدورها في تبطيء ذلك التطور. وتبعاً لمثل هذا النموذج فإن الظروف المتغيرة تجعل التوازن القائم يبدو أقل جدوى من وقت إلى آخر، وعندها فإن قوى السوق سوف تعمل على دفع مجالس الإدارة إلى تبني ترتيبات تبدو أكثر جدوى في ظل الظروف الجديدة. وبالرغم من أن نزعة التزام المعايير تحول دون التكيف الفوري مع المتغيرات، فإن قوى السوق تدفع الترتيبات في الاتجاه الذي يضمن زيادة الجدوى بحيث يتم في نهاية المطاف القضاء كلياً على نقص الجدوى الذي أحدثته الظروف الجديدة.

وخلافاً لذلك فإن النظريات التي تجمع نزعة التزام المعايير مع سيناريو سلطة المديرين تتنبأ بأن تطور تعويضات المديرين لا بد أن يكون محكوماً، جزئياً على الأقل، بنزعة المديرين إلى الاستئثار بالمكاسب المجانية. وعندما تخلق الظروف المتغيرة فرصة جديدة للاستئثار بمكاسب مجانية إضافية، أو لتمويه المكاسب الراهنة على نحو أفضل، فإن المديرين سوف يسعون على الفور إلى استغلال تلك الفرصة. أما العطالة الناجمة عن نزعة الالتزام بالمعايير السائدة فإنها سوف تعمل على تبطيء إيقاع تلك التغيرات، لكن التغيرات سوف تسير بطبيعة الحال في الاتجاهات التي تخدم مصالح المديرين لتعكس بذلك قدرة المديرين على أن يؤثروا في أجورهم بأنفسهم.

ينبغـي أن نؤكـد هنا أن تضاريسـ تعويضات المديرين ليست ثابتة مـع الزمن ولا عصية علـى التغيـير. إن العديد مـن المحترفين الموهوبين –مـن مستشاري التعويضـات إلى وكلاء الضرائـب– يعملـون دون كلـل أو ملـل على تطويـر وضبط وأمثلـة ترتيبات جديـدة لأجور المديريـن، لينتقلوا بعد ذلـك إلى العمل على إدخال تلك الترتيبـات الجديدة حيز التنفيذ. سـوف نناقش في الفصول القادمة طيفاً من سياسـات التعويضات المرجح أنها غير مجدية لكنها محببة إلى قلوب المديرين، التي تطورت وانتشرت بسرعة كبيرة أثناء العقد الماضي أو ربما أثنـاء العقدين الماضيين. كذلك سوف نناقش بعض مقترحات التطوير التي من شأنها أن تقود إلى سياسات أجور أكثر جدوى، التي تم طرحها أثناء المدة ذاتها وشكلت مادة غنية لكثير من النقاشات، لكنها لم تتمكن من تثبيت جذورها على أرض الواقع.

مـا الذي جعـل الشركات تتبنى بـكل سهولة الإبداعـات الجديدة التي تخفـق لها قلوب المديرين، وتوصد أبوابها بالمقابل في وجه الإبداعات الأخرى التي لا تروق لهؤلاء؟ إن العطالة الناجمة عن الميل إلى الالتزام بالمعايير السائدة، في اقترانها مع سيناريو التعاقد على مطال الذراع، لا ينبغي لها على الإطلاق أن تقود على نحو منهجي إلى نتائج محابية للمديرين. بيد أن توجـه التغيـير في اتجاه محاباة المديرين ينسجم على كل حـال مع عطالة التزام المعايير مقترنة مع سيناريو سلطة المديرين.

الأخطاء وسوء الفهم

هنالـك تفسـير طبيعي آخـر لعقود التعويضات غـير المجدية: الخطـأ البشري. حتى في محيـط اقتصـادي نموذجـي يتفاوض فيه ممثلـو الشركة علـى مطال الـذراع، تقودهم في ذلـك دوافع حقيقية للخروج بنتائج مجدية، لا يجـوز لنا أن نغفل حقيقة أن هؤلاء معرضون شأنهـم شأن غيرهم من البشر لارتـكاب بعض الأخطاء. قد يسيؤون الفهم، قد يخطئون في الحسـاب، قد يخطئون في التقدير، وهم أيضاً عرضـة للوقوع تحت تأثير مصادر المعلومات المنحـازة. وهذه الثغرات البشرية قد تتضافر لتقـود إلى تبني عقود تعويضات غير مجدية. وقـد أشار أحد المراقبين إلى هذا التفسير البديل لـرزم التعويضات غير المجدية مستخدماً عبارة «الحماقة البريئة»[29].

للوقوف على تقويم موضوعي لهذا التفسير القائم على أساس الأخطاء البشرية علينا أن نتفحص أولاً هوية أولئك الأشخاص الذين يرتكبون تلك الأخطاء. أحد سيناريوهات هذا التفسير يقوم على افتراض أن جميع الأشخاص المعنيين بعملية تحديد الأجور -بمن فيهم المديرون، ومستشاروهم، وخبراء التعويضات- مشتركون معاً في ارتكاب الأخطاء. لكن تفسيراً كهذا يبدو غير معقول على الإطلاق ولا سيما بالنظر إلى ديمومة سياسات التعويضات غير المجدية التي سنأتي على مناقشتها فيما يلي.

إن المشكلات التي سنقوم بمناقشتها ليست بالمعقدة ولا بالصعبة التي تستعصي على الفهم. ومن غير المعقول أن تكون قد ظلت غائبة عن مدارك المديرين ومستشاريهم الحذقين الذين يتقاضون أجوراً ضخمة لقاء ما يقدمونه من خدمات استشارية. وفضلاً عن ذلك فإن سيناريو الأخطاء الجماعية هذا يعجز عن تسويغ حقيقة أن مظاهر الانحراف عن التعاقد على مطال الذراع تصب جميعها على نحو منهجي في خدمة مصالح المديرين. إن «الحماقة البريئة» ينبغي أن ترجح مرة الانحراف في اتجاه يلائم أهواء المديرين وأخرى في اتجاه آخر لا يروق لهم.

في سيناريو آخر من سيناريوهات «الحماقة البريئة»، يمكن وصفه بأنه أقرب بعض الشيء إلى الواقع، يتم التركيز على الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة الذين لا يعيرون القرارات المتعلقة بالتعويضات إلا القليل من وقتهم؛ إذ ليس لهم فيها الكثير مما يخسرونه أو يربحونه. قد يزعم بعضهم أن هؤلاء لم يتمكنوا من الوقوف على حقيقة بعض الثغرات في سياسات التعويضات التي سوف نأتي على مناقشتها لاحقاً. في رد له على دراستنا السابقة، ومن ثمَّ في مقالة لاحقة أعدها بالتعاون مع براين هول، قدم كيفن موري تفسيراً من هذا القبيل -أطلق عليه اسم «سيناريو الكلفة المدرَكة»- لظاهرة انتشار خطط الخيارات التقليدية بالرغم من عيوبها البادية للعيان التي تجعل منها خططاً غير مجدية[30].

إنه لأمر محيرٌ من وجهة نظر التعاقد على مطال الذراع، كما سوف نوضح في الفصل 11، أن خطط الخيارات التقليدية لا تعير إلا القليل من الاهتمام لفلترة ارتفاعات أسعار الأسهم

العائـدة إلى الحركية العامة للسـوق أو لحقل العمل المعني. يذهب هـول وموري في إلى الزعم بـأن مجالس الإدارة إنمـا اعتمدت خطط الخيـارات التقليدية بسبب عـدم إدراكها للكلفة الاقتصادية الحقيقية التي تترتب على تلك الخيارات بالنسبة لحملة الأسهم. نظراً لإمكانية تقـديم الخيارات التقليديـة دون أي إنفاق نقدي، ولكونها لا تتطلب أي أعباء محاسبية، فقد بـدت تلك الخيارات في أعين مجالس الإدارة كخيارات غير مكلفة وفق مزاعم موري في وهول، الأمر الذي جعل مجالس الإدارة تميل بقوة إلى استخدام هذا النوع من الخيارات قبل سواه. ومـن جهـة أخرى فإن الخيارات التي تهتـم بفلترة ثمار المصادفة، وبالرغـم من أنها تمتاز بالفعل بكلفة أدنى، قد بدت لمجالس الإدارة خطأً كخيارات أكثر كلفة لأن الخيارات منقوصة ثمار المصادفة تفرض على الشركات أعباء محاسبية إضافية.

إننـا نشـك في أن أعضاء مجالس الإدارة يمكن أن يكونـوا بالفعل قد فشلوا في إدراك أن الخيـارات التقليدية تفرض تكاليـف باهظة على حملة الأسهم الذين يتأملون بحسرة وأسى قيمـة أسهمهم وهي تتهـاوى بفعل رزم الخيـارات السخية المقدمة للمديريـن. كذلك فإننا نشـك أيضاً في أن أعضاء مجالس الإدارة قـد كانوا غير مدركين لحقيقة أن كلفة الخيارات التقليديـة بالنسبة لحملة الأسهم تفوق بوضوح كلفة الخيـارات التي تعنى بفلترة ارتفاعات أسعـار الأسهم الناجمـة عن عوامل منفصلة تماماً عن الجهود التـي يبذلها المديرون. لكن دعونا نفترض، بهدف تتبع الحجة، أن السادة الأعضاء لدى بدء تعيينهم في المجلس -وعلى الرغم من أن العديد منهم هم في الوقت ذاته مديرون تنفيذيون أو شخصيات بارزة في عالم المال والأعمال- كانوا فعلاً غافلين عن الكلفة الحقيقية للخيارات الاعتيادية. دعونا نفترض فـوق ذلك أن مستشاري التعويضات بدورهـم قد تعذر عليهم تعريف الأعضاء بتكاليف تلك الخيـارات بعد دخـول أولئك إلى المجلس. في هـذه الحالة يمكن القـول إن احتمال الإدراك الخاطـئ من قبل أعضاء المجلس يمثـل في أحسن الأحوال دليلاً إضافياً على صحة سيناريو سلطة المديرين، وليس تفسيراً بديلاً يمكن أن يحل محل ذلك السيناريو.

كمـا سبـق أن أوضحنا من قبل فإن هناك العديد مـن الأسباب التي تفسر فشل مجالس الإدارة في فرض ترتيبات تعويضات تضمن خدمة مصالح حملة الأسهم على النحو الأمثل.

فأعضاء مجلس الإدارة لديهم في الغالب دوافع مالية وأخرى غير مالية تحثهم للسعي إلى إرضاء المدير العام أو على الأقل لتجنب ما من شأنه أن يغضبه. وحتى في حال غياب تلك الدوافع فإن هناك جملة من العوامل الاجتماعية والنفسية المرجح أن تقود أعضاء المجلس إلى محاباة المديرين التنفيذيين. وبالإضافة إلى هذا وذاك فإن أعضاء المجلس يفتقرون إلى الوقت الكافي والمعلومات اللازمة للبحث في ترتيبات التعويضات البديلة الأكثر جدوى ومناقشتها مع المديرين التنفيذيين، وإدراكهم الخاطئ لكلفة الخيارات يقدم بحد ذاته مثالاً يعبر خير تعبير عن تلك المشكلة.

بالنسبة للعديد من الأغراض قد لا يهم على الإطلاق ما إذا كانت سلطة المديرين على تعويضاتهم الشخصية نابعة من مرونة مجلس الإدارة أم من سذاجة أعضاء المجلس. سواء كانت المشكلة مشكلة محسوبيات واعية، أو حماقة بريئة، أو مزيج من كلا الاثنين معاً، فإن النقطة المهمة هنا هي أن أعضاء المجلس كانوا مستعدين إلى حد ما للمصادقة على ترتيبات خيارات تحابي المديرين على حساب حملة الأسهم.

لكن فيما يخص بعض الأغراض الأخرى -كغرض تطوير ترتيبات التعويضات على سبيل المثال- قد يكون بالمقابل مهماً جداً أن نميز ما إذا كانت العقود غير المجدية نابعة من المحسوبيات الواعية أم من الحماقة البريئة. لو كان الإدراك الخاطئ هو المنبع الوحيد لما شهدناه في الماضي من ابتعاد عن منطق التعاقد على مطال الذراع، على سبيل المثال، لكان بمقدور المراقبين الخارجيين أن يصححوا التصورات المغلوطة بكل بساطة -عبر إيضاح الأمر لأعضاء مجالس الإدارة، أو عبر تزويد هؤلاء بمعلومات أكثر صحة وشمولاً- وصولاً إلى ترتيبات أقرب كثيراً من الترتيبات المجدية المفترض بلوغها في تفاوض مثالي على مطال الذراع.

لذلك فإن من المفيد أن نلحظ هنا بإيجاز أن سلطة المديرين الذاتية على أجورهم لم تبلغ ما بلغته فقط بفعل «الحماقات البريئة» التي بدرت عن أعضاء مجالس الإدارة، وإنما أيضاً، جزئياً على الأقل، بفعل ميل أعضاء المجالس إلى محاباة المديرين. حتى لو فرضنا أن فشل الشركات في فلترة ثمار المصادقة يعود كلياً إلى إدراك أعضاء المجالس الخاطئ للتكاليف التي تترتب على الخيارات التقليدية، فإن محاباة المديرين قد تجلت في أشكال

عديدة أخرى ليس من السهل أن نجد التفسير الكفيل بإزاحتها عن الطاولة. فإساءة الفهم والتقدير لا يمكنها أن تفسر على سبيل المثال مثابرة الشركات على تقديم برامج التقاعد وقروض المديرين بطرائق تبدو كأنها قد صممت خصيصى بحيث تعمي الأعين عن حقيقة حجم التعويضات.

ثم لو فرضنا أن المديرين لم يكن لهم أن يؤثروا في أجورهم، وأنهم كانوا يستفيدون ببساطة من سوء الفهم والتقدير لدى أعضاء مجالس الإدارة، لما كان لنا أن نتوقع وجود أي وجه من وجوه الترابط بين أجور المديرين من جهة وما يتمتعون به من سلطة ونفوذ من جهة أخرى. لكن، وكما سنوضح في الفصل القادم، هناك دلائل قوية تشير إلى وجود هذا الترابط. إن ما تقدم يشير بقوة إلى أن ميل أعضاء مجالس الإدارة إلى محاباة المديرين، وليس ببساطة إدراكهم الخاطئ، هو العامل الذي لعب الدور الأكثر أهمية في تحديد معالم ترتيبات التعويضات.



6 العلاقة بين السلطة والأجر

إننا لنجد أن تعويضات المدير العام تبلغ سويات أعلى عندما ... يكون أعضاء المجلس الخارجيون معينين من قبل المدير العام ذاته.

من دراسة تجريبية أجريت في العام 1999، من
قبل جون كور وروبرت هولتها وزن وديفيد لاركر

يتمتع المديرون العامون عادة في الشركات ذات الملكية الموزعة، التي لا يملك فيها أي من المسهمين ما يكفي من الأسهم للتدخل في صنع القرار، بقدر كاف من السلطة والنفوذ يتيح لهم الحصول على تعويضات أعلى وهامش حرية أكبر مما تسمح به الترتيبات القائمة على مطال الذراع. غير أن حجم نفوذ المديرين ليس واحداً في جميع تلك الشركات. يتنبأ سيناريو سلطة المديرين بأن رزم التعويضات لا بد أن تكون أكثر محاباة للمديرين –أي إن الأجور لا بد أن تكون أعلى و/أو أقل حساسية للأداء– في الشركات التي يتمتع فيها المديرون بقدر أكبر من السلطة والنفوذ. بافتراض أن العوامل الأخرى باقية جميعها على حالها فإن المديرين يملكون سلطة أكبر عندما (1) يكون مجلس الإدارة ضعيفاً أو غير فاعل، (2) لا يكون بين المسهمين من يملك حصة كبيرة من الأسهم، (3) يكون إسهام المستثمرين المؤسساتيين ضعيفة، (4) يكون المديرون محصنين بترتيبات مضادة لمحاولات الاستيلاء الخارجية. تبين الدلائل التجريبية أن كلاً من هذه العوامل يؤثر فعلاً في تعويضات المديرين على النحو الذي يتنبأ به التحليل القائم على سلطة المديرين.

قوة مجالس الإدارة واستقلاليتها

بالرغم من أن المدير العام يملك عموماً القدرة على التأثير في مجلس الإدارة، فإن درجة تأثيره تختلف من شركة إلى أخرى تبعاً للقوة النسبية التي يتمتع بها المجلس. تشير الوقائع

التجريبية إلى أن المديرين العامين يحصلون على ترتيبات أجور أكثر محاباة كلما كانوا أكثر قوة ونفوذاً مقابل مجالس الإدارة.

وعلى الغالب فإن قوة المدير العام وسلطته تتعاظمان بازدياد حجم مجلس الإدارة؛ إذ إن مجالس الإدارة الكبيرة تفتقر إلى التماسك لأن «المسؤولية» تضيع ببساطة بين ذلك العدد الكبير من الأعضاء فلا يشعر أي منهم بالدافع الحقيقي لتركيز اهتمامه على شؤون الشركة بوجه عام وعلى ترتيبات الأجور بوجه خاص. كذلك فإن أعضاء المجالس الضخمة أقل تأثراً في قراراتهم بخطر سخط الأوساط العامة، فكلما اتسع حجم المجلس أكثر أصبح توجيه السخط نحو عضو بعينه أكثر صعوبة بالنسبة للمراقبين الخارجيين. وبالإضافة إلى ذلك فإن الأعضاء الذين قد يفكرون في التصدي للمدير العام، فيما يخص تعويضاته أو غيرها من القضايا، سوف يجدون صعوبة أكبر في إقناع غالبية الأعضاء وكسب تأييدهم كلما كان المجلس أكبر وأكثر تشتتاً. هذه الأسباب مجتمعة تعطي المديرين في الشركات ذات المجالس الضخمة عموماً المزيد من السلطة والنفوذ وتزيد من فرصهم في الظفر بترتيبات أجور أكثر محاباة. وبالفعل فقد وجد جون كور و روبرت هولتهاوزن و ديفيد لاركر أن تعويضات المدير العام تأخذ قيماً أكبر كلما اتسع حجم مجلس الإدارة أكثر[1]. وبصورة مشابهة فقد كشفت دراسة قام بها ديفيد يرماك أن حساسية الأجور للأداء تتراجع بدورها أيضاً مع ازدياد حجم المجلس[2].

كذلك فإن وجود أعضاء يشغلون في الوقت ذاته عضوية العديد من المجالس –ويوزعون اهتمامهم من ثَمَّ على العديد من الشركات مما يضعف من تركيزهم على قضايا شركة بعينها– من شأنه أيضاً أن يسهم في زيادة القوة النسبية للمدير العام[3]. وبموجب ذلك فإن من المتوقع أن تكون ترتيبات الأجور أكثر محاباة للمدير العام كلما ازدادت نسبة أعضاء المجلس الخارجيين الذين يتمتعون بعضوية مضاعفة في مجالس إدارة العديد من الشركات. وبالفعل فإن الدراسة التي قام بها كور وهولتهاوزن ولاركر تسوق وقائع تجريبية تتفق تماماً مع هذه التوقعات. تبين هذه الدراسة أن تعويضات المدير العام تزداد، بافتراض ثبات جميع العوامل الأخرى، مع ازدياد عدد الأعضاء الخارجيين الذين يتمتعون بعضوية مضاعفة في ثلاثة أو أكثر من مجالس إدارة الشركات الأخرى[4].

ومن جهة أخرى فإن المدير العام الذي يشغل في الوقت ذاته منصب رئيس مجلس الإدارة من المتوقع أن يتمتع بمزيد من القوة والنفوذ. رئيس مجلس الإدارة يدير اجتماعات المجلس ويحدد لتلك الاجتماعات جداول أعمالها. ومن هنا فإن من غير المفاجئ أن نجد المديرين العامين الذين يشغلون في الوقت ذاته منصب رئاسة المجلس أقل تعرضاً لخطر الإقالة على يد المجلس بسبب ضعف الأداء[5]. لذلك فإننا نتوقع أيضاً أن المدير العام الذي يشغل في الوقت ذاته منصب رئاسة المجلس سوف يحصل على ترتيبات أجور أكثر محاباة. وبالفعل فإن العديد من الدراسات التجريبية تخلص إلى أن تعويضات المدير العام تبدي ارتفاعاً واضحاً في حالة المديرين الذين يجمعون بين كلا المنصبين[6].

كذلك فإن وجود الأعضاء الذين تربطهم بالمدير العام علاقات شخصية، أو الذين يستشعرون شيئاً من الواجب أو المديونية تجاه المدير العام، قد يزيد بدوره أيضاً من سطوة المدير العام ونفوذه. تبين الدراسات أن أجور المدير تكون أعلى، وحظوظه في الفوز بجوائز الهبوط اللطيف «بمظلة ذهبية» أوفر، كلما ازداد عدد الأعضاء الخارجيين الذين تم تعيينهم في المجلس أثناء عهده - والذين قد يشعرون تجاهه بمزيد من مشاعر العرفان أو المديونية[7]. وبصورة مشابهة نجد أيضاً أن حساسية أجور المدير العام لأداء الشركة تضعف كلما طال عهد المدير في منصبه - أي كلما ازداد احتمال تعيين أعضاء المجلس في ظل رايته[8].

وبدوره فإن تشابك عضوية المجالس من شأنه أن يزيد أيضاً من قدرة المدير على التأثير في مجلس الإدارة. كذلك فإن تشابك العضوية على مستوى المديرين العامين -أي عندما يكون مدير عام الشركة أ عضواً في مجلس إدارة الشركة ب، ومدير عام الشركة ب عضواً في مجلس إدارة أ- يزيد من سلطة كلا المديرين على مجلس إدارة الشركة التي يديرها. وفي توافق تام مع توقعات سيناريو سلطة المديرين تبين الوقائع أن أجور المدير العام تبدي ارتفاعاً واضحاً في الشركات التي تضم مجالس إدارتها أعضاء متشابكي العضوية[9].

وبالانتقال من المجلس إلى لجنة التعويضات نجد أن تركيبة لجنة التعويضات تؤثر بحد ذاتها في بنية منظومة أجور المدير العام على النحو الذي تفترضه وجهة النظر القائمة على سلطة المديرين. أولاً: أجور المدير العام تزداد بوضوح عندما يكون رئيس لجنة التعويضات قد تم تعيينه في عهد المدير العام ذاته[10]. ثانياً: حساسية الأجر للأداء تضعف بوضوح عندما

يكـون أحد أعضاء اللجنة على الأقل عضواً داخلياً أي من أصحاب المناصب في الشركة ومن ثَمَّ من مرؤوسي المدير العام التنفيذي[11]. وأخيراً فإن أعضاء لجنة التعويضات الذين يملكون حصصـاً كبيرة من أسهم الشركة من المتوقع أن يكونوا أكثر اهتماماً بقضايا الشركة وأكثر حرصاً على قيمة رأس المال المسهم. وبالفعل فإن إحدى الدراسات تؤكد أن أجور المدير العام تتأثر سلباً بملكية أعضاء لجنة التعويضات من أسهم الشركة[12].

وجود حملة الكتل الخارجيين

إن وجـود المسهمـين الخارجيين الذين يملكـون كتلاً ضخمة من أسهـم الشركة لا بد أن يكون له أثره على حجم ما يتمتع به المديرون من قوة ونفوذ. فالمسهم الذي يملك كتلة كبيرة من الأسهم لديه دوافع قوية لرصد تحركات الجهاز الإداري وبذل المزيد من الجهد من أجل تقليص حرية المديريـن في انتهاز فرص الكسب على حساب رأس المـال المسهم. ومثل هذه الدوافـع يصعـب أن تتوافر عندما تتشتت كتلة الأسهم ذاتها بين عدد كبير من المسهمين[13]. ومـن هنا فـإن سيناريو سلطة المديريـن يتنبأ بأن وجود مسهم يملك كتلـة كبيرة من أسهم الشركـة، حتى إن لم يكن يستحـوذ على الحصة التي تخوله المشاركة في صنع القرار، سوف يضعف من قدرة المديرين على الاستئثار بترتيبات التعويضات المحابية.

وقـد تعززت صحة هذه التوقعـات عبر دراسة كشفت أن هناك علاقـة سلبية بين حجم ملكيـة كبـير المسهمـين في الشركة من جهـة وتعويضات المديـر العام من جهـة أخرى، وقد خلصـت الدراسة إلى أن وجود مسهم يملك حصـة من الأسهم تفوق ملكية المدير العام من أصول الشركة يخفض تعويضات المدير العام وسطياً بمقدار 5 بالمئة[14]. كذلك فإن دراستين أخريين قد عنيتا باستكشاف أثر وجود مسهم كبير (باستثناء المدير العام نفسه) يملك كتلة تفوق 5 بالمئة من أسهم الشركة على تعويضات المدير العام. وقد خلصت كلتا الدراستين إلى أن وجود مسهم من هذا الطراز يخفض بوضوح تعويضات المدير العام[15].

وكمـا هو متوقع فقد وجدت تلك الدراسات أيضاً أن الأجر يبدي حساسية أقل للأداء في الشـركات التـي تفتقر إلى مسهم خارجـي يستحوذ أكثر من 5 بالمئة مـن أسهم الشركة[16]. إن مـن المفيـد أن نوضح هنا أن سيناريو التعاقد على مطال الذراع لا يملك تفسيراً لمثل هذه

العلاقـة. فمشكلات التوكيل غالباً مـا تكون أكثر حدة في ظل غياب حملة الكتل الخارجيين. لذلـك فإن نموذج التعاقد على مطال الذراع، إذا ما شاء إقحام نفسه في تحليل حالة كهذه، لـن يسعـه إلا أن يتوقـع أن مجلس الإدارة سـوف يذهب في هذه الحالـة إلى زيادة حساسية الأجر للأداء بغية تحييد مشكلات التوكيل المتفاقمة.

كذلـك من المفيد هنا أن نتطرق إلى دراسة تجريبيـة إبداعية قامت بها ماريان برتراند و سندهيل مليثن وقدمتا عبرها إثباتاً إضافياً على أن أجور المديرين أقل حساسية للأداء في الشـركات التي تفتقر إلى المسهمين الخارجيين الكبـار[17]. اهتمت هذه الدراسة باستكشاف مـا إذا كان وجـود مسهـم يملك 5 بالمئـة (أو أكثر) من أسهـم الشركة يؤثر بوجـه أو بآخر في احتمـال وآليـة حصول المديرين على تعويضات مجزية لقـاء «الحظ السعيد» - أي جزاء تطـورات إيجابية في أداء الشركة لا يد لهم فيها. وقـد وجدت الدراسة أن المديرين العامين في الشركات التي تفتقر إلى المسهمين الخارجيين الكبار هم بالفعل الأوفر حظاً في الحصول على تلـك «المكافآت القائمة على الحظ». وفي دراسة أخرى كشفت الباحثتان ذاتهما عن أن المديريـن العامين في الشركات التي تفتقر إلى المسهمين الكبار يتعرضون لتخفيضات أصغر في تعويضاتهم النقدية مقابل زيادة تعويضاتهم القائمة على خيارات الأسهم[18].

إن الـدلالات التي يقدمهـا المسهمون الخارجيون كمقياس لسلطـة المديرين لا تتوقف على وجود المسهم الخارجي الكبير أو غيابه، وإنما تتعلق أيضاً بحصة المستثمرين المؤسساتيين من أسهم الشركة. بالرغم من أن المستثمرين المؤسساتيين لا يميلون عادة إلى التنازع مع الجهاز الإداري حـول قضايـا الأجور، فهم عموماً أكـثر تيّقظاً وحذراً من المستثمريـن الأفراد الذين نادراً ما يجتمع لأحدهم ما يستحق العناء من أصول أي من الشركات التي يستثمر فيها.

في دراسة تناولت شركات إس & بي أثناء التسعينيات وجد جي هارتزل و لاورا ستاركس أن زيـادة تركيـز الملكيـة المؤسساتية تقود ليس فقـط إلى خفض تعويضـات المديرين وإنما أيضـاً إلى أجور أكثر حساسية للأداء[19]. تبين هذه الدراسة التجريبية أن وجود المستثمرين المؤسساتيين يفيد في خفض الأجور الزائدة وكذلك أيضاً في تقليص هامش التراخي والإهمال عند المديرين. تذهب دراسة أخرى قام بها بارثيبان ديڤيد و راؤول كوتشر و إدوارد ليڤيتاس

إلى التمييز بين طائفتين من المسهمين المؤسساتيين. تضم الطائفة الأولى أولئك الذين لا تربطهم بالشركة أي علاقات عمل أخرى ولذلك فإن اهتمامهم ينحصر فقط في قيمة أسهم الشركة (مؤسسات «مقاومة للضغط»). أما الطائفة الثانية فتضم المؤسسات التي ترتبط بالشركة بعلاقات عمل إضافية (كإدارة صندوق التقاعد مثلاً)، الأمر الذي يجعلها عرضة للتأثر بالضغوط التي قد تمارسها إدارة الشركة (مؤسسات «حساسة للضغط»). وكما تفيد تنبؤات سيناريو سلطة المديرين فقد تبين أن أجور المدير العام تبدي ترابطاً سلبياً مع حصة المستثمرين المؤسساتيين المقاومين للضغط وترابطاً إيجابياً مع حصة المستثمرين الحساسين للضغط[20].

الحماية المضادة لمحاولات الاستيلاء

صحيح أن بورصة حكم الشركات -التهديد الماثل في محاولات الاستيلاء الخارجية- تفتقر إلى القوة اللازمة للحيلولة دون الانحراف عن التعاقد على مطال الذراع، إلا أنها تفرض مع ذلك بعض التقييد على نزعة المديرين إلى الاستئثار بترتيبات الأجور المحابية وقدرتهم على تحقيق ذلك. وتبعاً لهذه الرؤية فإن من المرجح أن ترتفع تعويضات أصحاب المناصب وتتراجع حساسيتها للأداء أكثر فأكثر، كلما ازدادت الحصانة التي يتمتعون بها في مواجهة محاولات الاستيلاء الخارجية.

بينت دراسة قام بها كينيث بوروكوفيتش و كيلي برونارسكي و روبرت بارينو أن تعويضات المديرين العامين تبدي بالفعل ارتفاعاً واضحاً عقب إقرار شركاتهم بنوداً مضادة لمحاولات الاستيلاء - أي أحكاماً تقلل من انكشاف المديرين العامين على خطر المنافسة عبر عروض الاستيلاء الخارجية[21]. وهذه الحقيقة عصية على التفسير ضمن إطار نموذج التعاقد على مطال الذراع؛ إذ إن زيادة حصانة المناصب ينبغي أن تقود هنا إلى خفض أجور المديرين بما يتناسب مع تراجع حجم تكاليف المخاطرة[22].

كذلك فقد كشفت دراسة أخرى عن أن المديرين العامين الذين يحصلون على الحصانة المرجوة عبر تبني شركاتهم تشريعات مضادة لعروض الاستيلاء يعمدون غالباً إلى تقليص ملكيتهم من أسهم الشركة في انعكاس جلي لحقيقة أنهم ينظرون إلى ملكية أسهم الشركة في

المقـام الأول كوسيلة للحفاظ على مناصبهم[23]. هذه الظاهرة بدورها يتعذر تفسيرها أيضاً ضمـن إطار نموذج التعاقد على مطال الـذراع. وفي الحقيقة فإن نموذج التعاقد على مطال الـذراع يقضـي بأن نتوقع عكس ذلك تماماً. فمجلس الإدارة الحريص على حماية مصالح حملة الأسهم ينبغي أن يدفع بالمدير العام، بعد تحصينه بتشريعات مضادة للاستيلاء، إلى توسيع رصيده من أسهم الشركة وذلك انطلاقاً من ضرورة الحفاظ على الحوافز التي تحث المدير إلى العمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم.

مـن المفيـد أن نلحظ هنا أيضاً أن المديرين الأقل انكشافـاً على خطر عروض الاستيلاء يعمـدون عادة إلى الإفادة من سلطتهم بطرائق عديدة أخرى. هنالك العديد من الدراسات التـي تبين أن المديرين العامـين عندما يحصلون على الحصانة المرجوة، عبر قوانين حازمة مضـادة للاستيلاء أو عبر تضمـين ميثاق الشركة بنوداً مضـادة للاستيلاء، يصبحون أقل فاعليـة في عمليـة خلق القيمـة التي يفيد منها حملـة الأسهم[24]. تبين إحـدى الدراسات أن تراجـع خـوف المديرين على مناصبهم مـن التهديد الماثل في خطـر الاستيلاء يترافق عادة مـع تراجع واضـح في فاعلية أداء الشركة، وانحسار في هوامش الربح، وانخفاض في معدل نمـو المبيعات[25]. كما تشير الدراسـة ذاتها إلى أن تحصين المديرين ضـد التهديد الماثل في محاولات الاستيلاء يترافق أيضاً مع زيادة واضحة في حجم مكاسبهم الشخصية وميل أشد إلى سياسة التوسع الإمبراطوري.

حجة المديرين الجدد

في انتقـاد لعملنا السابق يسلط كيفن موريفي الضوء علـى ظاهرة يزعم أنها تتناقض مع مـا ينبئ به سيناريو سلطـة المديرين[26]. لقد وجد موريفي أن المديرين العامين المعينين حديثاً من خارج الشركات المعنية يتقاضون في عامهم الأول ما يقارب ضعف ما يتقاضاه نظراؤهم الذيـن ارتقـوا مناصبهم من داخل صفـوف شركاتهـم. وحسب مزاعم موريفي فـإن أولئك المديرين الخارجيين لم يتسن لهم بعد امتلاك القوة والنفوذ ليكون لهم ذلك التأثير الذاتي على أجورهم، الأمر الذي يضع تعويضاتهم المرتفعة في تناقض صريح مع الفرضية القائمة على سلطة المديرين.

غير أننا، وكما أوضحنا في الفصل 2، لا يمكننا أن نتوقع من مجالس الإدارة أن تتفاوض على مطال ذراعها حتى مع مرشح خارجي لمنصب المدير العام؛ إذ لا يمكن إغفال حقيقة أن أعضاء المجلس في تفاوضهم مع المدير العام الجديد المحتمل سوف يدخلون في حساباتهم أن الشخص الذي أمامهم، إذا ما تسنَّى له الفوز بذلك المنصب، سوف يكون له نفوذ كبير فيما يخص إعادة تسميتهم لعضوية المجلس وكذلك أيضاً فيما يخص تعويضاتهم. وبالإضافة إلى ذلك فإن أعضاء المجلس يدركون أيضاً أن الشخص الذي يفاوضونه اليوم على تعويضاته سرعان ما سيصبح قائد الشركة وواحداً من زملائهم - أي إن المدير الجديد هو باختصار شخص سيكون من الأفضل لهم أن تربطهم به علاقات زمالة طيبة. وهذا يسهم بطبيعة الحال في إضعاف دوافع أعضاء المجلس للدخول في تفاوض على مطال الذراع مع ذلك الشخص المرشح لأن يكون مديرهم العام القادم.

إننا نتفق مع موري في بوجه أو بآخر على أن المرشحين الخارجيين لمنصب المدير العام لا يملكون من السلطة والنفوذ للتأثير في أجورهم المستقبلية المرتقبة ما يملكه نظراؤهم المرشحون الداخليون. وسيناريو سلطة المديرين يفترض بالفعل أن المديرين ذوي النفوذ الأضعف ينبغي أن يحصلوا على تعويضات أقل محاباة من تلك التي يظفر بها نظراؤهم ذوو النفوذ الأقوى، إذا ما تساووا معهم في جميع الجوانب الأخرى. غير أن الواقع يقول إن طرفي المقارنة التي يجريها موري في بين المرشحين الخارجيين والداخليين مختلفين ببساطة في جميع تلك الجوانب الأخرى. وسيناريو سلطة المديرين لا يزعم على الإطلاق بأن السلطة هي المقياس الوحيد الذي يحدد أجور المديرين. هنالك معايير شخصية عديدة -كقدرات المدير ومهاراته، وموقعه التفاوضي- لا شك أنها تؤثر أيضاً في تعويضات المديرين. ومن المرجح أن تختلف شريحة المرشحين الخارجيين عموماً عن شرائح المرشحين الداخليين على صعيد تلك الأبعاد الإضافية للمقارنة.

تميل الشركات عموماً إلى التعاقد مع مديرين من داخل صفوفها إذا ما تمكنت من إيجاد المرشح المناسب. وهي تفضل المديرين الداخليين بسبب إلمام أحدهم بشؤون شركته، وربما أيضاً بسبب علاقات واحدهم القائمة أصلاً مع أعضاء مجلس الإدارة. وبالنتيجة فإن 75 إلى 80 بالمئة من المديرين العامين يتم تعيينهم داخلياً[27]. وبفعل ممانعة غالبية المجالس

لتوسيع دائرة البحث خارج حدود الشركة، فإن مجلس الإدارة لن يتعاقد عموماً مع شخص من خارج الشركة إلا إذا كان ذلك الشخص يتفوق بوضوح في مقدراته على عموم المرشحين الداخليين. وبالنتيجة فإن المديرين الجدد المعينين من خارج الشركة يشكلون عموماً شريحة أكثر قوة. وفضلاً عن ذلك فإن المديرين الجدد المعينين من خارج الشركة كثيراً ما يكونون أصلاً مديرين عامين سابقين في شركات أخرى، أما المرشحون الداخليون فهم بالتعريف لا يتمتعون بمثل ذلك الماضي العريق. وأولئك المرشحون الخارجيون، الذين هم أصلاً مديرون عامون في شركات أخرى، يستخدمون مواقعهم الحالية للاستئثار ببعض المكاسب المجانية، والشركات التي تأمل بالتعاقد معهم لا بد لها من أن تعرض عليهم ما يعوضهم عن تلك المكاسب. وخلافاً لذلك فليس هناك حاجة لأي تعويضات من هذا القبيل في حالة المرشحين الداخليين؛ إذ إن هؤلاء ليس لديهم أصلاً أي مكاسب يضحون بها بتوليهم منصب المدير العام. ومن هنا فإن حقيقة أن المديرين الخارجيين يتقاضون أجوراً أعلى من نظرائهم الداخليين لا تقدم أي حجة مناقضة لسيناريو سلطة المديرين.

الصورة

إن الدراسات التجريبية العديدة التي أتينا على ذكرها في هذا الفصل تتكامل جميعها لتعطي صورة جلية واضحة. هناك دلائل تجريبية تؤكد وجود رابط قوي بين سلطة المديرين وأجورهم. كلما كان المديرون يتمتعون بسلطة أكبر، كانت تعويضاتهم تنطوي على المزيد من المحاباة.

وخلافاً للغالبية العظمى من خبراء الاقتصاد المالي المهتمين بمسألة تعويضات المديرين فقد استنتج بعض الباحثين من القائمين على تلك الدراسات أن الاستئثار بالمكاسب المجانية يمثل ظاهرة استثنائية محصورة في حالة المديرين الذين يتمتعون بقدر فائق من السلطة. فقد خلصت برتراند وملينثن على سبيل المثال إلى استنتاج مفاده أن هناك من «يقشط الزبدة» من على وجه الحليب في الشركات التي تفتقر إلى مسهم كبير يملك بمفرده ما لا يقل عن 5 بالمئة من الأسهم[28]. ومن الواضح أن الباحثتين تعتقدان أن الاستئثار بالمكاسب المجانية لا يمكن أن يحدث إلا في ظل غياب المسهمين الكبار من ذلك الطراز.

وخلافـاً لذلك فإننا نرى، ولا سيما بعد أن أدركنا حقيقة العلاقة بين السلطة والمكاسب، أن المديريـن لا بد أن يستأثروا بقـدر لا بأس به من المكاسب المجانية حتى في الشركات التي تضـم بـين حملة الأسهـم من يستحوذ بمفرده أكـثر من 5 بالمئة من الأصـول. لا شك في أن سلطـة المديرين في تلك الشركات سوف تكون بوجـه أو بآخر أضعف من سلطة نظرائهم في الشركات التي تفتقر إلى المسهمين الكبار، لكنهم سوف يملكون على كل حال قدراً لا بأس به من السلطة والنفوذ.

لنأخـذ مثلاً واحداً من حملـة الأسهم الخارجيين يستحوذ بمفرده علـى 5 بالمئة أو حتى علـى 10 بالمئة مـن أصول الشركة. إن مسهماً من هذا النوع قـد يملك بالفعل بعض النفوذ، لكـن نفـوذه لن يبلغ على الأرجـح من القوة ما قد يكفي لتهديد عروشـ الجهاز الإداري، ولا سيما إذا ما أخذنا بالحسبان ما يتمتع به المديرون عادة من قوة دفاعية في مواجهة محولات الاستيلاء ومن صلاحيات تتيح لهم إمكانية التحكم إلى حد بعيد بسير العملية الانتخابية. إن من المرجح أن يظل المديرون في مثل هذه الحالة محتفظين بقدر لا يمكن إغفاله من السلطة – وأن يكونوا من ثَمَّ في موقع يسمح لهم بالظفر بقدر لا بأس به من المكاسب المجانية.

وبالفعـل فـإن سياسات التعويضـات التي سوف نأتـي على مناقشتهـا في فصول لاحقة مـن الكتـاب –سياسات تعكـس واقعاً تسوده مظاهـر السلطة والتمويـه– لا تقف عند حدود الشركات التي تفتقر إلى مسهم كبير يملك بمفرده 5 بالمئة أو أكثر من أسهم الشركة. بل إن تلـك السياسات مألوفة ورائجة حتى على صعيـد الشركات التي تضم بين صفوف مسهميها واحداً أو أكثر من حملة الكتل الوازنة أو التي يملك المستثمرون المؤسساتيون حصة كبيرة من أسهمهـا. تبين لنا هذه الصورة أن الاستئثار بالمكاسب المجانية يمكن أن يحدث، وإن بدرجة أقـل، حتـى على صعيد الشـركات التي تضعف فيهـا سلطة المديرين نسبيـاً نتيجة الحضور القوي لحملة الكتل أو للمستثمرين المؤسساتيين.

7 نفوذ المديرين في ساعة الرحيل

> **طبيعي جداً أن يرغب مجلس الإدارة في أن يكون المدير العام المغادر بعد رحيله عن الشركة صديقاً وليس خصماً.**
>
> **محامي خبير في قانون الشركات**
>
> **في مقابلة أجرتها معه مجلة فورشن، 2000**

يحصل المديرون المغادرون عادة على عطاءات سخية تقدمها لهم شركاتهم في الساعات الأخيرة من عهدهم فيها. وفي حين أن بعضاً من تلك العطاءات المرتبطة بالرحيل منصوص عليه في عقد العمل المبرم بين الشركة والمدير، فإن اهتمامنا ينصبُّ في هذا الفصل على عطاءات الرحيل المجانية - أي العطاءات التي لم يكن منصوصاً عليها في العقد حين قرر المدير المغادرة (أو حين طلب منه المجلس ذلك). هذه العطاءات المجانية يتم إقرارها على مسؤولية مجلس الإدارة وتقدم إليه على شكل مكافآت إضافية تضاف ببساطة إلى رزمة التعويضات المنصوص عليها في العقد. وكما سنناقش في فقرات هذا الفصل فإن المدير العام المغادر كثيراً ما يحصل على عطاءات مجانية من هذا النوع (1) عند إقالته، (2) عندما يوافق على عرض لضم الشركة من قبل شركة أخرى، (3) عندما يتقاعد.

وقد أخذت العطاءات والمكاسب المجانية المقدمة للمديرين المغادرين أشكالاً عديدة، بما في ذلك إعفاء المدير المغادر من تسديد القروض المقدمة له، تسريع استحقاق الخيارات والأسهم المقيدة، زيادات على تعويضات التقاعد (عبر «إهداء» المدير بعضاً من سنوات الخدمة الإضافية على سبيل المثال)، مكافآت نقدية استثنائية، وعود بعقود استشارية من شأنها أن تضمن للمدير المغادر تعويضات سنوية سخية مقابل القليل من الجهد وأحياناً دون أي مقابل.

معظم العاملين يحصلون عند التقاعد أو الإقالة على استحقاقات نهاية الخدمة المنصوص عليها في العقد، ولا شيء سواها يستحق الذكر. ولا يمكننا أن ننتظر من صاحب العمل، في علاقة قائمة على مطال الذراع، أن يغدق على العاملين المغادرين عند نهاية خدمتهم عطاءات سخية غير منصوص عليها في عقود عملهم. لذلك فإن عطاءات الرحيل المجانية التي يتلقاها المديرون العامون المغادرون تقدم دليلاً واضحاً على أن أعضاء مجالس الإدارة لا يتعاملون مع المديرين على مطال ذراعهم، حتى في تلك الحالات الاستثنائية النادرة عندما يدفع مجلس الإدارة المدير العام خارج بوابة الشركة.

عند إقالة المدير العام

كما سبق أن أشرنا فإن مجالس الإدارة نادراً ما تذهب إلى إكراه المديرين العامين على الاستقالة. لما كان الكثيرون من أعضاء المجالس -حتى من أولئك المستقلين اسمياً- يميلون إلى التأثر برأس الهرم في الشركة أو يشعرون بالولاء تجاهه، فقد دأبت مجالس الإدارة عموماً على التقاعس عن إقالة المديرين طالما كان أداء أحدهم ضمن حدود ما يمكن وصفه بالمقبول. لكن عندما يبلغ أداء المدير العام درجة كبيرة من الضعف وتصبح الحاجة إلى استبداله حقيقة بادية للعيان، فإن أعضاء المجلس لا يسعهم إلا أن ينصاعوا لضغط الحاجة إلى إجراء تغيير في رأس الهرم.

ومجلس الإدارة عندما يقرر تغيير المدير العام غالباً ما يقدم للمدير المغادر العديد من المكاسب كي يسهل له خروجه من الشركة. وعلى سبيل المثال فإن مدير عام شركة ماتل، السيدة جيل باراد، قد كوفئت لدى إقالتها بإعفاء من تسديد قرض بقيمة 4.2 مليون $ وتلقت فوق ذلك 3.3 مليون $ نقداً لتغطية الالتزامات الضريبية المترتبة على إعفائها من قرض آخر. وبالإضافة إلى ذلك فإن خياراتها غير المستحقة قد حولت تلقائياً بقرار من مجلس الإدارة إلى خيارات مستحقة قابلة للاستخدام حتى انقضاء أجلها الأصلي. وقد جاءت هذه المكاسب المجانية عطاءات إضافية رافقت رزمة تعويضات الإقالة التي كانت المديرة المقالة قد حصلت عليها بموجب عقدها مع الشركة، التي تضمنت مبلغاً نقدياً بقيمة 26.4 مليون $ كتعويض نهاية خدمة فضلاً عن تعويض تقاعد سنوي يتجاوز 700,000 $ وبعض المكاسب الإضافية الأخرى[1].

ومن الأمثلة الأخرى مثال ترتيبات المغادرة التي قدمت لمدير عام شركة ويبڤان، السيد جورج شاهين. قدم شاهين استقالته قبيل إشهار ويبڤان لإفلاسها بمدة وجيزة زاعماً أنه قد شعر بأن الشركة «بحاجة إلى مدير عام من نوع آخر يتولى قيادتها في المرحلة القادمة.» وقد حصل السيد شاهين على إعفاء من قرض بقيمة 6.7 مليون $ مقابل أسهمه البالغة قيمتها آنذاك 150,000 $، صفقة تبادل مجزية لم يكن منصوصاً عليها بطبيعة الحال في عقده مع الشركة[2].

وبصورة مشابهة عندما أجبر مدير عام بنك ون، جون ماكوي، على المغادرة بسبب ضعف الأداء، اجتمع مع أصدقائه في مجلس الإدارة ليخرج ظافراً باتفاق ينظم ترتيبات رحيله عن المصرف. وقد تضمنت الرزمة التي حصل عليها مبلغاً نقدياً بقيمة 10.3 مليون $ (بالإضافة إلى مكافآت أخرى بقيمة 7.5 مليون $ «كشكر خاص» عن خدماته أثناء العامين 1997-1998) فضلاً عن تعويض تقاعدي بقيمة 3 ملايين $ سنوياً بدءاً من العام 2001 [3]. وعلى الغالب فإن هذا الاتفاق قد سهل على أصدقاء ماكوي في مجلس إدارة البنك مسايرة أعضاء المجلس الآخرين في رغبتهم بإنهاء خدمة ماكوي والاستعانة بمدير عام جديد.

إن من الصعوبة بمكان التوفيق بين مثل تلك العطاءات المجانية ومنطق التعاقد على مطال الذراع. فمجلس الإدارة يملك صلاحية إقالة المدير العام دون أن يقدم له أي تعويضات أو مكاسب أخرى خارج حدود ما هو منصوص عليه في العقد. ولا يبدو أن هناك أي حاجة حقيقية لإغراء المدير العام ذي الأداء المتواضع «برشوة مجزية» كي ينزل عن عرشه. وبالإضافة إلى ذلك فإن الرسالة التي يقدمها مجلس الإدارة عبر عطاءات الرحيل المجانية تلك من شأنها أن تضعف من حوافز المدير العام القادم لرفع سوية الأداء.

وبالمقابل فإن تلك العطاءات يمكن تفسيرها بكل وضوح إذا ما قبلنا بحقيقة سلطة الجهاز التنفيذي على مجلس الإدارة. أولاً: بعض أعضاء المجلس على الأقل قد يتخذون موقفاً ممانعاً لإقالة المدير العام حتى لو ثبتت مسؤوليته عن ضعف أداء الشركة. ولذلك فقد يكون من الضروري تشجيع المدير العام على تقديم استقالته طوعاً، أو على الأقل إغناء ترتيبات الإقالة بمزيد من العروض السخية بغية انتزاع موافقة أولئك الأعضاء بأسلوب لطيف. وعندما يشكل أولئك الأعضاء غالبية أعضاء المجلس لن يكون من الممكن تغيير

المدير العام دون تقديم رزمة مغرية من عطاءات الرحيل المجانية. وحتى عندما يشكل حلفاء المدير العام أقلية في مجلس الإدارة فإنهم يظلون قادرين على تحويل عملية استبدال المدير العام إلى موضوع خلافي يسبب لزملائهم في المجلس الكثير من المضايقات. وأعضاء المجلس الآخرون سوف يرغبون على الغالب في تجنب احتدام النزاع عبر إظهار المزيد من السخاء في تعاملهم مع المدير العام المغادر. وفي جميع الأحوال فإن العطاءات المجانية المقدمة للمدير العام المغادر تعمل هنا عمل «الرشوة» لغرض ضمان تعاون حلفاء المدير العام في المجلس أو لغرض إضعاف ممانعتهم.

ثانياً: حتى أعضاء المجلس الراغبين في تغيير المدير العام قد يفضلون تحلية فعلتهم بهدية ثمينة يقدمونها للمدير المغادر. إنهم قد يرغبون في تخفيف الشعور بالانزعاج أو حتى بالذنب الذي قد يراودهم لدفعهم زميلهم وقائدهم خارج بوابة الشركة، وقد يرغبون في إرضاء المدير المغادر أو مواساته، وفي التعبير عن امتنانهم ووفائهم، وكذلك أيضاً في الظهور بمظهر أكثر جاذبية أو على الأقل بمظهر أقل خطورة في أعين مديري الشركات الأخرى الذين قد يجيلون النظر بحثاً عن أعضاء خارجيين لمجالس إدارة شركاتهم.

إن القاعدة التي تقوم عليها جميع هذه التفسيرات تتجسد ببساطة في علاقة بين المدير العام وأعضاء مجلس الإدارة تختلف جذرياً عن تلك التي يرسمها لنا نموذج مطال الذراع. وحقيقة أن رزمة عطاءات «مع السلامة» المجانية يتم تمويلها من أكياس حملة الأسهم تسهل على أعضاء المجلس إظهار مزيد من اللطف والسخاء في تعاملهم مع المدير المغادر، ولا سيما أنهم لا يتحملون شخصياً في ذلك كله إلا كلفة زهيدة لا تستحق الذكر.

من المهم أن نشير هنا إلى أن العطاءات المجانية المقدمة للمدير العام المغادر قد تصب أحياناً، إذا ما سلمنا بسلطة المديرين كحقيقة واقعة، في مصلحة حملة الأسهم. بالنظر إلى ولاء الكثيرين من أعضاء المجلس للمدير العام فإن تقديم سكّرة من هذا القبيل قد يكون ضرورياً لاستمالة غالبية أعضاء المجلس إلى تأييد فكرة استبدال المدير ذي الأداء الضعيف. وعطاءات الرحيل المجانية تفيد المسهمين في هذه الحالة طالما أن رحيل المدير المقصر سوف يسهم في تعظيم قيمة رأس المال المسهم بأكثر من كلفة تلك العطاءات. غير أن المهم، بالنسبة لموضوعنا في هذا الفصل، هو أن سياسة عطاءات «مع السلامة» المجانية تعكس ببساطة سلطة المديرين على أعضاء مجالس الإدارة.

عند حيازة الشركة من قبل شركة أخرى

لدى حيازة شركة من قبل أخرى يحصل مدير الشركة المستهدفة عادة على مكاسب مرتبطة بعملية الحيازة خارجة عن نطاق التعويضات المنصوص عليها في عقده. وعطاءات الحيازة المجانية يمكن أن تأخذ أشكالاً عديدة كتقديم العطاءات النقدية الخاصة، أو إقرار زيادات مجزية على القيمة المتفق عليها «لمظلة الهبوط الذهبية». وهكذا نجد أن مجلس إدارة يو إس ويست على سبيل المثال قد صوت لصالح دعم مظلة الهبوط الذهبية المقدمة للمدير العام سول ترجيلو بقيمة قدرت آنذاك بنحو 46 مليون $، وذلك قبل إقرار حيازة الشركة من قبل كويست كوميونيكيشنس بمدة وجيزة[4]. تبين دراسة قام بها جي هارتزل و إيلي أوفك و ديڤيد يرماك أن مجلس إدارة الشركة المستهدفة قد عمد في نحو 27 بالمئة من عمليات الحيازة إلى تقديم هدية نقدية خاصة إلى المدير العام ساعة إقرار الموافقة على عملية الضم. كذلك فقد أقر المجلس في 12 بالمئة من حالات الضم التي كان فيها مدير عام الشركة المستهدفة يتمتع بمظلة هبوط ذهبية زيادة مجزية على القيمة النقدية المتضمنة في المظلة الذهبية لدى تصديقه على عملية الضم[5].

إن الحجتين اللتين كنا قد سقناهما لتفسير عطاءات الرحيل المجانية تنسحبان بصورة مشابهة أيضاً على حالة عطاءات الضم المجانية. أولاً: بعض أعضاء المجلس قد لا يؤيدون عملية الضم إلا إذا حظيت بمباركة المدير العام أو على الأقل إذا تضمنت إكرام هذا الأخير بعطاءات تليق بعرشه الذي يضحي به. وعندما يشكل هؤلاء الأعضاء الأغلبية فإن تزيين عملية الضم في عيني المدير العام تصبح أمراً ضرورياً لإنجاح الصفقة. وحتى إذا كان أولئك لا يشكلون إلا أقلية في المجلس فإن الرغبة في تجنب المواجهات قد تكون كافية لدفع الأغلبية إلى تغليف رحيل المدير العام المنبثق عن عملية الضم بطبقة من السكر عبر بعض العطاءات المجانية المجزية.

ثانياً: حتى لو كان المجلس بأكمله مستعداً للتصديق على عملية الضم دون أي معاملة خاصة للمدير العام، فإن أعضاء المجلس قد يفضلون إكرام المدير العام برزمة من عطاءات «مع السلامة» الذهبية. إنهم قد يرغبون في محاباة المدير العام الموشك على خسارة منصبه

بفعل عملية الاستيلاء العدواني للأسباب ذاتها التي تدفعهم إلى تقديم المكاسب للمدير العام المغادر بفعل الإقالة. قد يتأثرون بمشاعر الولاء والامتنان وبعوامل الصداقة، أو يحاولون تخفيف ما يشعرون به من حرج بسبب موافقتهم على تخليص المدير العام من سلطة منصبه. ولما كان أعضاء المجلس لا يتحملون أنفسهم إلا جزءاً مهملاً من تكاليف تلك العطاءات، فإنهم بطبيعة الحال لن يترددوا كثيراً في إقرارها.

تجدر الإشارة هنا إلى أن قيود السخط غالباً ما تكون فضفاضة نسبياً في ظل الظروف الخاصة المرتبطة بعمليات ضم الشركات، الأمر الذي يسمح للمدير العام ومجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بتمرير عطاءات مجانية تفوق بوضوح ما كان من الممكن تمريره في الأحوال العادية. وعادة ما يعطى حملة الأسهم في الشركة المستهدفة علاوة مجزية فوق سعر السوق المتضمن في العرض المبدئي، الأمر الذي يضعف بطبيعة الحال من ميلهم إلى المتابعة والتدقيق والانتقاد فيما يخص الترتيبات المالية التي يقرها مجلس إدارة الشركة في ساعاته الأخيرة. يضاف إلى ذلك أن أعضاء مجلس الإدارة في الشركة الجارية حيازتها والموشكة على خسارة استقلالها ليسوا معنيين كثيراً بردود أفاعل حملة الأسهم، لأنهم جميعاً سيخسرون مواقعهم بطبيعة الحال. ولذلك فإن العطاءات المجانية المقدمة للمدير العام في سياق عملية الضم لن تثير على الغالب إلا قدراً محدوداً من السخط، وذلك السخط لن يترتب عليه إلا قدر قليل من الكلفة بالنسبة للمدير العام ومجلس الإدارة.

من جديد نود أن نوضح هنا أن تقديم العطاءات المجانية للمدير العام في الشركة المستهدفة بعملية الحيازة قد يعود بالفائدة على حملة الأسهم، إذا ما سلمنا بسلطة المديرين كحقيقة واقعة. إذا كانت سكاكر التحلية من هذا القبيل أمراً ضرورياً من أجل انتزاع موافقة المجلس على عملية الضم المجزية، فخيرٌ لحملة الأسهم أن يتم الأمران، العطاءات المجانية والضم، من ألا يتم أي منهما. ولذلك فإن إعاقة تقديم مثل تلك العطاءات لا يمكن عدها أمراً مرغوباً به، إذا ما قبلنا بحقيقة نفوذ المديرين وسلطتهم على مجالس الإدارة. ومع ذلك نود أن نذكّر هنا مرة أخرى أن النقطة الأهم بالنسبة لموضوعنا في هذا الفصل إنما تكمن في أن تلك العطاءات تمثل دليلاً إضافياً يؤكد سلطة المديرين على أعضاء مجالس الإدارة.

السكاكر المقدمة من قبل الشركة الشارية

بالإضافة إلى المكاسب المقدمة لهم من مجالس إدارة شركاتهم فإن مديري الشركات الجارية حيازتها كثيراً ما يحصلون على مكاسب مجزية من الشركات الشارية أيضاً. بالطبع ليس هناك من عقد أو اتفاق يلزم الشركة الشارية بتقديم أي عطاءات لمدير عام الشركة المستهدفة، لكنها كثيراً ما تفعل ذلك. والسبب بسيط وواضح: تعويض أولئك المديرين عن مناصبهم يسمح للشركة الشارية بالمضي قدماً في عملية الحيازة أو بإتمام الصفقة ضمن شروط أكثر يسراً.

على سبيل المثال عندما كانت شركة إم سي آي تتفاوض مع شركة بريتيش تيلي كوميونيكيشنس (بي تي) في العام 1996 حول عرض الشراء المقدم من الأخيرة للأولى عمد رئيس إم سي آي، تيموثي ف. برايس، إلى التنسيق بشأن تضمين صفقة الشراء مبلغاً مقداره 170 مليون $ تدفعه شركة بي تي «كتعويض احتباس» لرئيس إم سي آي وبعض من كبار المديرين فيها[6]. وإقرار تعويض الاحتباس هذا لم يكن مرتبطاً بإبرام الصفقة وفق الشروط الأصلية المتفق عليها بين الطرفين. وهكذا، عندما عمدت بي تي إلى خفض قيمة عرضها بمقدار 20 بالمئة سارع برايس إلى الموافقة محاولاً إقناع حملة الأسهم بأن السعر الجديد يجسد «اتفاقاً من الطراز أربح - تربح بين الشركتين». وفي النهاية دخلت شركة ثالثة هي شركة وورد كوم على الخط، وقدمت عرضاً منافساً تمكنت بموجبه من حيازة إم سي آي، ولكن ليس قبل أن توافق بدورها على صرف مكافآت احتباس مجزية للمدير العام وكبار المديرين التنفيذيين في إم سي آي.

أحد مشاهير المحامين الضليعين في شؤون الاندماج والحيازة أفاد في مقابلة أجرتها معه صحيفة نيويورك تايمز بالمشهد الآتي: «كثيراً ما كنا نقصد إدارة إحدى الشركات بهدف التنسيق لصفقة حيازة ونضطر إلى الوقوف أمام الباب إلى أن يتم الاتفاق أولاً على ترتيبات التعويضات وتمهر تلك الترتيبات بالخاتم والتوقيع ويتم تسليمها إلى إدارة الشركة.» وقد وصف محام آخر ذلك الوضع على النحو الآتي: «في الأوساط العامة نحن مدعوون إلى أن نطلق على تلك العطاءات اسم «مكافآت الاحتباس»، وفي حقيقة الأمر فإن تقديم تلك

العطاءات يجسد في كثير من الأحيان السبيل الأوحد لإبرام الصفقة. إنها ببساطة «رشوة»، وأحياناً يكون التفاوض حول تلك الرشوة جزءاً لا يتجزأ من المهام الموكلة إليّ في عملي»[7].

وقد عمد هارتزل وأوفك ويرماك إلى دراسة سياسة سكاكر الضم المقدمة من قبل الشركات الشارية على نحو أكثر منهجية. وقد وجدوا عبر رصدهم 311 عملية حيازة على مستوى الشركات الكبيرة تم إبرامها بين العام 1995 والعام 1997، أن المديرين العامين في الشركات المستهدفة قد يرضون بمكافآت ضم متواضعة نسبياً مقابل الحصول على وعود من الشركات الشارية بتعيينهم في مراتب متقدمة بين صفوف الجهاز التنفيذي بعد إتمام عملية الحيازة[8]. كذلك فإن دراسة أخرى قامت بها جولي وولف وتركزت حول عمليات الاندماج التي كان طرفاها شركتين من الحجم نفسه أثناء التسعينيات، قد كشفت عن أن المديرين العامين في 40 حالة من حالات التفاوض حول عملية الاندماج كانوا مستعدين لمقايضة تعويضات الضم المجزية بمواقع تنفيذية متقدمة في الشركة الجديدة[9].

إن استعداد الشركات الشارية لتقديم عطاءات مجزية لمديري الشركات المستهدفة يقدم دليلاً إضافياً على سلطة المديرين ونفوذهم. نظراً لنفوذ المديرين العامين في مجالس الإدارة فإن بمقدور أحدهم أن يدفع بالمجلس إلى رفض عروض الضم التي قد تضر بمصالحه الشخصية حتى لو كانت مجزية بالنسبة لحملة الأسهم. وعلى العكس من ذلك فإن بمقدور أحدهم أيضاً أن يدفع بالمجلس إلى قبول عروض الضم التي تخدم مصالحه الشخصية، حتى لو لم تكن تصب في مصلحة حملة الأسهم. وبالنظر إلى سلطة المديرين تلك فإن التعامل بسخاء مع مديري الشركات المستهدفة يصب في كثير من الأحيان في خدمة مصالح الشركات الشارية.

عندما يتقاعد المدير العام

كثيراً ما تعمد الإدارة إلى تقديم المكاسب المجانية للمدير العام الذي يقرر أن يتقاعد بسبب تقدمه في السن أو لأسباب شخصية أخرى، وذلك حتى في الحالات التي يحصل فيها المدير المتقاعد على استحقاقات تقاعدية ضخمة بموجب أحكام العقد المبرم بينه وبين الشركة. على سبيل المثال في عام 1999، حين كانت السوق عموماً في صعود وأسعار أسهم

إيستمـان كوداك في هبوط، قدمت كـوداك لمديرها المتقاعد مبلغاً نقديـاً قدره 2.5 مليون $ هديـة وداع تقديـراً لفضله فيما يخص الأداء المالي للشركـة[10]. وفي العام 2000 تلقى جاك ويلشـ، مديـر عام شركة جي إي، هدية تقاعد تضمنت 3 ملايين من خيارات أسهم الشركة قدرت قيمتها آنذاك بنحو 20 مليون $ [11].

وهدايـا «مع السلامـة» التقاعدية تأخـذ أحياناً أشـكالاً أكثر دهاءً. أحـد السبل المتبعة لتعظيـم قيمة العطـاءات المقدمة للمديرين المتقاعدين يمر عـبر تعديلات الدقائق الأخيرة التـي يدخلها المجلس على برنامـج التعويضات التقاعدية قبيل مغادرة المدير العام منصبه. وعلـى سبيل المثال لدى تقاعد تيرينس موري، مدير عام المؤسسة المالية فليت بوسطن، عمد مجلـس إدارة المؤسسة إلى إدخال بعض التعديلات إلى برنامج تعويضاتـه التقاعدية أدت إلى مضاعفـة استحقاقاتـه السنويـة أكثر من مرتين. وفـق أحكام البرنامـج الأصلي يقوم حسـاب تعويض التقاعـد السنوي على قاعدة وسطـي المرتب السنـوي والمكافآت على مدى السنـوات الخمس السابقة للتقاعد. أمـا صيغة الحساب المعدلة فتقـوم على قاعدة وسطي التعويضات السنوية الخاضعة للضريبة على مدى السنوات الثلاث التي بلغت فيها تعويضات المديـر العام قيمتها العظمى. وقـد تم تعريف التعويضات الخاضعـة للضريبة بحيث تشمل ليـس فقط المرتـب السنوي والمكافآت، وإنمـا أيضاً الأرباح المترتبة علـى استخدام خيارات الأسهم، وعائدات مبيعات الأسهم المقيدة المستحقة، وكذلك أيضاً بعض التعويضات المؤجلة المستحقة للدفع قبيل التقاعد. وبالمحصلة فقد قاد التعديل المدخل في اللحظات الأخيرة على برنامـج التعويضات التقاعدية إلى تضخيـم قيمة تعويض تقاعد موري السنوي من نحو 2.7 مليون $ إلى نحو 5.8 مليون $ [12]. وفي رد على ذلك التعديل أشار أحد المحللين المصرفيين في برودنتشل سيكيوريتيس إلى أن أداء أسهم فليت بوسطن في عهد موري قد ظل «دون الوسط علـى امتداد عقد كامل من الزمن» وتساءل متعجباً: «ما الذي حدث كي تقدم الشركة لموري الآن مثل هذه الهدية الذهبية؟»[13].

إحـدى المزايا المهمة لعملية تعزيز المكاسب التقاعدية، من منظور مجلس الإدارة والمدير العـام الموشك على التقاعد، تكمن في أنها أقـل انكشافاً على الأوساط العامة من العطاءات المالية المكافئة في القيمة. وكما سوف نناقش في الفصل 8، فبالرغم من أن الشركات ملزمة

بإشهار الصيغة التي تعتمدها في حساب المكاسب التقاعدية ضمن أرشيفها الإلكتروني لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية، فهي ليست مضطرة إلى التصريح عن القيمة النقدية لتلك المكاسب. والأهم من ذلك أن قيمة تلك المكاسب يتم إغفالها أيضاً في قوائم التعويضات التي يفترض أن تقدم عرضاً متكاملاً لبنية تعويضات المديرين، الأمر الذي يقلل كثيراً من درجة انكشاف تلك المكاسب على الأوساط العامة ويساعد على إخفائها عن أعين المراقبين الخارجيين. في حالة بنك فليت بوسطن، على سبيل المثال، لم يطلب من البنك إشهار القيمة النقدية المترتبة على التعديلات التي أدخلت على برنامج تعويضات موري التقاعدية (وفي الحقيقة فإن البنك لم يعلن عن تلك القيمة). ولم نكن لنعلم اليوم أن تلك القيمة قد بلغت 3.1 مليون $ لولا أن إحدى الصحف قد عمدت، في خطوة غير اعتيادية، إلى توكيل أحد خبراء حسابات التأمين بمهمة تقدير قيمة المكاسب المخبأة بين طيات تلك التعديلات.

إن عقود المديرين تضمن لهم بطبيعة الحال مكاسب تقاعدية كبيرة. وسياسة إدخال الزيادات على تلك المكاسب الضخمة أصلاً عندما يتقاعد المدير العام لا تعكس على الإطلاق منطق التعاقد على مطال الذراع. وسوف نطرح لاحقاً تساؤلات جذرية حول جدوى دخول الشركات في معترك تقديم التعويضات التقاعدية للمديرين بدلاً من أن تشجعهم على أن يدخروا بأنفسهم لمرحلة التقاعد. أم بالنسبة لموضوعنا في هذا الفصل فإن اهتمامنا ينصب على الهدايا التي تقدمها الشركات لمديريها العامين ساعة الرحيل. قد يذهب البعض إلى الزعم بأن الأمل بهدية تقاعد مجزية من شأنه أن يمنح المديرين حافزاً إضافياً لتقديم أداء أفضل أثناء مدة توليهم قيادة شركاتهم. غير أن من الصعب أن نجد عاملاً واحداً يرجح كفة هدايا التقاعد تلك مقابل كفة خطط الخيارات والمكافآت المصممة بعناية بما يضمن التناسب بين المكافأة والأداء.

هدايا التقاعد الضخمة يسهل فهمها على ضوء العلاقات الشخصية التي تربط بين أعضاء مجلس الإدارة والمديرين العامين المغادرين. ربما يرغب أعضاء المجلس في استثمار فرصتهم الأخيرة لتقديم هدية ثمينة للمدير العام قبل رحيله، أو في التعبير عن تقديرهم لعلاقات الزمالة التي جمعت بينهم وبين مديرهم، أو عن امتنانهم لما قدمه لهم أثناء مدة ولايته. وعلى حد تعبير أحد مستشاري التعويضات فإن العقود الاستشارية التي كثيراً ما تقدمها الشركات لمديريها المتقاعدين «تتصل برد الجميل عن أفعال من الماضي» أكثر من

صلتها المزعومة بخدمات مستقبلية[14]. ولما كانت تكاليف تلك العطاءات الإضافية على اختلاف أنواعها تقع بالدرجة الأولى على كاهل حملة الأسهم ولا يتحمل منها أعضاء المجلس أنفسهم في حقيقة الأمر إلا النزر اليسير، فإن هؤلاء لا يجدون حرجاً في إرسال رسائل الوفاء والامتنان تلك التي ترضي نوازعهم الشخصية.

إنها الفرصة الأخيرة

في جميع الحالات التي أتينا على مناقشتها -إقالة المدير العام، أو حيازة الشركة من قبل شركة أخرى، أو تقاعد المدير العام- هنالك عامل مشترك يزيد من اندفاع المدير العام وراء العطاءات المجانية ومن استعداد المجلس لتقديم تلك العطاءات. هذا العامل هو طابع الجولة الختامية الذي يفرض نفسه على الموقف؛ في كل من تلك الحالات يقف المدير العام على بوابة الشركة متأهباً للرحيل. وفي واحدة من تلك الحالات -حيازة الشركة من قبل شركة أخرى- يجب على أعضاء المجلس أن يستعدوا بدورهم أيضاً لمغادرة الشركة. ولذلك فليس لديهم في الأمر ما يخسرونه إلا القليل القليل.

إن المدير العام، طالما هو محتفظ بموقعه، يعلم جيداً أن بمقدوره أن يستخدم نفوذه وسلطته على المجلس للظفر بترتيبات محابية في المستقبل. كذلك فإن أعضاء المجلس يدركون بدورهم أن أمامهم المزيد من الفرص لمكافأة مديرهم العام. لكن الظرف الاستثنائي الذي يفرض نفسه مع الرحيل الوشيك للمدير -سواء كان ذلك بفعل استقالة فرضت على المدير، أو بفعل حيازة الشركة من قبل أخرى، أو ببساطة بفعل التقاعد الطوعي- يضع كلا الطرفين، المدير والمجلس، أمام خيار الفرصة الأخيرة: «الآن وإلا فقد فات الأوان». إن المديرين العامين لديهم والحالة هذه أسباب جمة لانتزاع المكاسب المجانية بكل شراسة ولتحويل أرصدتهم لدى أعضاء المجلس من الصداقة والاحترام والولاء بأكملها إلى قيمة نقدية. وبصورة مشابهة فإن أعضاء المجلس يدركون بدورهم أن ذلك هو المطلب الأخير لمديرهم والفرصة الأخيرة المتاحة أمامهم لإكرامه ببعض المكاسب المالية الضخمة. وعندما يقفون أمام الخيار بين «الآن» و«فوات الأوان»، فإن الكثيرين من أعضاء المجلس يرجحون خيار «الآن» ويوافقون على منح المدير المغادر رزمة من عطاءات «مع السلامة» الذهبية.

8 المكاسب التقاعدية

سيارة واحدة ماركة فورد في السنة مع إمكانية شراء أكثر من سيارة بسعر مخفّض؛ استشارات مجانية في التخطيط المالي؛ مكتب مدير في مبنى إدارة الشركة مع الخدمات الإدارية اللازمة؛ إطلاق منحة دراسية باسمه الشخصي في المؤسسة التعليمية التي يختارها؛ وراتب تقاعدي قدره 1.27 مليون $ سنوياً.

رزمة المكاسب التقاعدية المقدمة للسيد جاك ناصر
المدير العام السابق لشركة فورد، كما جاء في تقرير
نشرته مجلة وول ستريت جورنال عام 2002.

من أهم السمات التي تغلب على المشهد العام لتضاريس تعويضات المديرين سمتا التمويه والغموض. ومن الواضح أن لدى مصممي خطط تعويضات المديرين حوافز قوية تدفعهم إلى إخفاء الحجم الكلي للتعويضات التي يتقاضاها المديرون، وكذلك إلى تمويه المدى الذي وصل إليه ابتعاد شكل وآلية تلك التعويضات عن الشكل والآلية اللذين يخدمان المصلحة الحقيقية لحملة الأسهم بالوجه الأمثل.

مع تشديد القوانين التي تلزم الشركات الإفصاح عن مرتبات مديريها ومكافآتهم والتعويضات طويلة الأجل التي يتقاضونها، لجأت الشركات على نحو متزايد إلى إعانات وتعويضات ما بعد التقاعد سبيلاً لتقديم المال للمديرين. يسمح هذا النوع من أنواع الإعانات والتعويضات للشركات بأن تمنح مديريها حجماً كبيراً من الأجر غير المرتبط بالأداء وبطريقة أقل شفافية من أنواع التعويضات الأخرى، كالمرتبات السنوية على سبيل المثال. تلجأ الشركات إلى تقديم إعانات ما بعد التقاعد لمديريها عبر أربع قنوات رئيسة هي

الآتيـة: المعاشات التقاعديـة، التعويضات المؤجلة، هبات ما بعـد التقاعد، وعقود الخدمات الاستشارية المضمونة.

قبل الشروع في مناقشة كل من هذه القنوات على حدة، تجدر الإشارة إلى سمتين اثنتين مشتركتـين فيما بـين هذه القنوات جميعها. السمـة الأولى تتمثـل في أن أسلوب انتهاج هذه القنـوات مع المديرين يختلـف كلياً عن الأسلوب الـذي تلجأ إليه الشـركات لمنح تعويضاتها لبقية موظفيها العاديـين. فعلى الرغم من أن الشركات عامة تمنح موظفيها العاديين أيضاً معاشـات تقاعدية وتعويضـات مؤجلة على سبيل المثـال، إلا أنها لا تمنحهـم تلك المعاشات والتعويضـات إلا إلى الحـد الـذي يسمـح لها بالاستفـادة من الإعفـاء الضريبـي. إن هذه الطريقـة في التعامل مع تعويضات ومعاشات الموظفين العاديين التي تنتهجها الشركات إنما تـدل على أنه في غيـاب الإعفاء الضريبي لا تبقى المعاشات التقاعديـة والتعويضات المؤجلة ذات جـدوى. على الرغم مـن ذلك فإن الجزء الأكبر من تعويضـات المديرين لا يتمتع بمثل هـذا الإعفاء الضريبي. فضلاً عن ذلك، ومماشاة مع رأي المختصين القائل إن التعويضات العينيـة غـير النقدية ليسـت مجدية اقتصادياً، نـرى الشركات عمومـاً أن لا تلجأ إلى منح موظفيهـا المتقاعدين العاديين تغطية لبعضـ نفقاتهم الاستهلاكية الخاصة، غير أنها تمنح مديريهـا المتقاعديـن من الصف الأول تغطية للكثير من تلـك النفقات. من جهة أخرى، مع أن الشـركات تتعاقد في بعض الأحيان مع موظفيها المتقاعدين بعقود استشارية إذا ما دعت الحاجة إلى ذلك، غير أنها لا تضمن أجوراً استشارية مدى الحياة إلا لشريحة المديرين دون سواها من شرائح الموظفين العاديين.

أما السمة الثانية المشتركة فيما بين قنوات منح التعويضات للمديرين فتتمثل في أنها في مجملهـا تسمح بمنح المديرين مبالغ طائلة من التعويضات دون ربطها بأدائهم. فالشركات، كمـا سنرى لاحقـاً، ليست ملزمـة بالإفصاح عن قيمة الأمـوال المنقولة عبر هـذه القنوات بالطريقـة ذاتها التـي يجب الإفصاح فيها عن قيمة التعويضـات الأخرى المقدمة للمديرين – كالمرتبـات والمكافآت وخيارات الأسهم على سبيل المثال. إذاً يمكننا القول: إن المكاسب التقاعديـة تشـكل ما يمكن تسميته «مكاسب مسروقة»[1]. وبالفعـل فالحجم المعلن في وسائل الإعـلام لتلك التعويضات والمعطيـات التي ينطلق منها خبراء الاقتصـاد المالي في بحوثهم

حول سويات تعويضات المديرين لا تتضمن القيم الضخمة التي يتم ضخها عبر قنوات المكاسب التقاعدية.

المعاشات التقاعدية

تغطي صناديق التقاعد عدداً كبيراً من العمال والموظفين وتدفع لهم معاشات تقاعدية بشرائح متعددة بعد انتهاء خدمتهم. وفي الوهلة الأولى يبدو من البديهي أن تدفع الشركات لمديريها أيضاً معاشات تقاعدية أسوة بسواهم من الموظفين الآخرين. غير أن نظرة فاحصة إلى الموضوع ستثير تساؤلات جدية حول ما إذا كان هذا الاستخدام المبالغ فيه للمعاش التقاعدي بوصفه وجه من وجوه التعويض يتفق فعلاً مع أسس التفاوض على مطال الذراع.

الفروق بين صناديق تقاعد المديرين وصناديق التقاعد النظامية

إن غالبية صناديق التقاعد المعتمدة للموظفين العاديين يجري تصميمها بحيث تكون مؤهلة للاستفادة العظمى من معدلات الضرائب التفضيلية. فالشركة من جهتها تستفيد من الخفض الضريبي على المبالغ التي تدفعها لصندوق تقاعد الموظفين – وهو الخفض الضريبي عينه الذي كانت ستحصل عليه في حال دفعت تلك المبالغ للموظفين مباشرة على صورة مرتبات وأجور. أما الموظفون فلا يدفعون أي ضريبة دخل على أموال صندوق التقاعد حتى يتقاعدوا ويبدؤوا بتلقي معاشاتهم التقاعدية من الصندوق. في الوقت ذاته تستثمر الشركة أموال الصندوق استثماراً معفى من الضرائب. فلا الشركة ولا الموظفون يدفعون أي ضرائب على إيرادات أموال الصندوق. فصناديق تقاعد الموظفين العاديين إذاً تقدم للموظفين مكاسب ضريبية دون أن تثقل كاهل الشركات بأي تكاليف إضافية.[2]

لو كانت صناديق التقاعد النظامية المؤهلة هذه تفي بالغرض، للجأت إليها مجالس الإدارة من أجل منح المديرين معاشاتهم التقاعدية. غير أن صناديق التقاعد المؤهلة لا يمكنها أن تأخذ من مجمل تعويضات الموظفين السنوية سوى 200,000$ كحد أقصى قاعدةً لاحتساب المعاش التقاعدي للشخص الواحد. فلو افترضنا على سبيل المثال أن صندوق التقاعد المؤهل يمنح جميع الموظفين المتقاعدين 50 بالمئة من مجموع التعويضات التي يحصلون عليها في السنة الأخيرة من سنوات خدمتهم، فإن صندوقاً كهذا لا يمكنه منح

المديـر سوى معاشـ تقاعدي لا يتجاوز 100,000$ كحد أقصى حتى لو بلغ مجموع تعويضاته في السنـة الأخـيرة من سنوات خدمته مليـون $. هذا يعني أن الشـركات لا تستطيع اعتماد صناديـق التقاعـد المؤهلة وسيلـة لكي تمنح مديريهـا معاشات تقاعديـة مشابهة من حيث الحجـم لتعويضاتهـم السنوية أثناء عملهم. لذا بادر العدد الأكـبر من الشركات إلى إنشاء صناديق تقاعدية تكميلية خاصة بالمديرين[3].

تختلـف هـذه الصناديق التقاعدية التكميليـة الخاصة بالمديرين عـن صناديق التقاعد المؤهلـة النظاميـة في نقطتين حاسمتـين. تتمثل النقطـة الأولى في أن الصناديق الخاصة لا تحظـى بمعاملة ضريبية تفضيليـة كالصناديق المؤهلـة. فأرباح الاستثمـارات التي تجنيها الصناديق الخاصة لا تعفى من ضريبة الدخل، بل على الشركة أن تدفع ضريبة على الدخل الذي يجب أن تجنيه حتى تدفع للمديرين المتقاعدين معاشاتهم التقاعدية. من المنطقي أن تستحـق ضريبـة الدخل على أرباح الصندوق؛ لأن أموال الصنـدوق لو كانت دُفعت مباشرة للمديـر مرتباً نقدياً لكي يستثمرهـا بنفسه تحسباً لسنوات تقاعده، لوجب عليه دفع ضريبة الدخـل على أي أرباح يجنيها من ذلك الاستثمار. فجل مـا تفعله صناديق التقاعد الخاصة إذاً يتمثل في أنها تعفي المديرين من بعض الأعباء الضريبية وتحمّلها للشركات[4].

حينمـا يتساوى الموظفـون والشركات في معدلات الضرائـب المفروضة على دخولهم وفي قدراتهـم على استثمار أموالهم، تغـدو صناديق التقاعد التكميليـة الخاصة بالمديرين غير قـادرة على خفض مجمـوع الأعباء الضريبيـة المفروضة على الموظفين والشـركات معاً، بل إنهـا مقابل كل دولار تخفضه من الأعبـاء الضريبة المترتبة على الموظف تثقل كاهل الشركة بـدولار إضافي يزيد من أعبائها الضريبية. إذاً وبخـلاف صناديق التقاعد المؤهلة فإن هذه الصناديق الخاصة لا تستفيد في المحصلة من أي معدلات ضريبية تفضيلية[5].

بالطبـع، إن الوضع أكثر تعقيداً على أرض الواقع مما ذكرنا آنفاً[6]. ففي كثير من الحالات يختلـف الحجم الكلي للأعباء الضريبيـة المترتبة على الأرباح تبعاً للطرف الذي يقوم بادخار المال واستثماره وتحقيق تلك الأرباح، أهو المدير أم الشركة. فحتى لو كانت قدرة الطرفين على تحقيـق الأربـاح واحدة، فإن معدل ضريبة الدخل قد يختلـف في كلتا الحالتين. لنفترض على سبيـل المثال أن ضريبة الدخل المفروضة على أرباح المديـر الذي يستثمر مدخراته التقاعدية

بنفسه تساوي تلك التي يدفعها المرء في سوق الأسهم على الاستثمار طويل الأجل التي تبلغ 15 بالمئة، وأن معدل الضريبة التي تدفعها الشركة على الدخل الذي يجب عليها تحقيقه من أجل ضمان معاشات مديريها التقاعدية يعادل ضريبة دخل الشركات البالغة 35 بالمئة على مجمل أرباحها بما فيها تلك التي يحققها صندوقها التقاعدي الخاص بمديريها. من الواضح أن هذا الصندوق التقاعدي الخاص في هذه الحال ليس ذا جدوى اقتصادية من المنظار الضريبي لأنه سيزيد من العبء الضريبي الكلي الذي سيدفعه الطرفان معاً (المدير والشركة). أما في حال لم تحقق الشركة أرباحاً كبيرة أثناء مدة محددة ولم يكن متوقعاً أن تكون ضريبة دخلها مرتفعة في تلك المدة، فإن الأمر قد يبدو حينئذ مختلفاً تماماً؛ إذ يغدو نقل مدخرات التقاعد من عهدة المدير إلى عهدة الشركة أمراً مجدياً حقاً من المنظار الضريبي[7].

من ناحية أخرى، حتى لو تساوت معدلات ضريبة الدخل المفروضة على أرباح المدير وأرباح الشركة، فقد تكون الأرباح التي تحققها الشركة أعلى من تلك التي بمقدور المدير أن يحققها. فالشركات التي تعاني صعوبة زيادة رأسمالها على سبيل المثال قد تتمتع بنسبة أرباح على الاستثمارات الجديدة أعلى من معدل أرباح السوق عامة، (من غير المتوقع أن تكون هذه هي حال الشركات التي تستطيع بسهولة أن تجد لنفسها مصادر تمويل إضافية؛ إذ إنه من غير المتوقع ألا تكون تلك الشركات قد استنفدت فرص الاستثمار التي تعود عليها بنسبة أرباح أعلى من معدل أرباح السوق). إذاً، حين تتمتع الشركة بفرص استثمار أكبر ربحية من السوق، يغدو من المجدي بالنسبة للطرفين أن يوكل المدير استثمار مدخراته التقاعدية لشركته، شريطة أن تتساوى معدلات ضريبة الدخل المفروضة على أرباح المدير وأرباح الشركة.

إلا أنه ما من سبب منطقي مقنع يجعلنا نعتقد أن استثمار أموال المدير عبر شركته أمر مجد عموماً حتى في غياب الخفض الضريبي. بل على العكس من ذلك، فهنالك أسباب كثيرة تدفعنا للاعتقاد بأنه من غير المجدي أن تستثمر الشركات مدخرات مديريها التقاعدية في ظل معدلات ضريبة الدخل المتدنية على الاستثمارات طويلة الأجل المتاحة للأفراد في السوق عموماً. وإنه لأمر بالغ الدلالة أن الشركات التي تنشئ صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بمديريها وتراها مجدية لا تنشئ صناديق تقاعد مشابهة (أي غير مؤهلة) ولا سيما بغير

المديريـن من موظفيهـا. فعندما تجد شركة ما أن إنشاء صنـدوق تقاعدي خاص بمديريها أمر مجد لأن إمكانات الاستثمار المتاحة أمامها أفضل من الإمكانات المتاحة أمامهم، عليها أن تنظـر بالمثل إلى إنشاء صندوق تقاعدي خاصـ بموظفيها الآخرين الذين يرغبون بدعم معاشهم التقاعدي النظامي المؤهل بمعاش تكميلي من مدخراتهم التقاعدية الخاصة. لكن حقيقة أن الشركات نادراً ما تنشئ صناديق تقاعد غير مؤهلة خاصة بموظفيها غير المديرين وتخص مديريها فقط بهذا الامتياز، تدل بوضوح على أنه في غياب الخفض الضريبي الممنوح للصناديـق المؤهلـة، فإن إنشاء صناديق التقاعد غير المؤهلـة لا يشكل وسيلة مجدية عموماً من أجل منح التعويضات للموظفين. مع ذلك نجد أن 70 بالمئة من الشركات عام 2002، قد ضمنت لمديريها صناديق تقاعدية تكميلية خاصة غير مؤهلة[8].

أمـا النقطة الحاسمة الثانية في الاختلاف بـين الصناديق التقاعدية التكميلية الخاصة بالمديريـن وصناديـق التقاعد المؤهلـة النظامية للموظفـين غير المديريـن فتتعلق باحتمال الخسـارة الـذي تتعرض لـه الشركات واحتمـال الخسارة الـذي يتعرض لـه المشاركون في الصناديـق في كلتـا الحالتين. عـادة ما تُنشـأ صناديق التقاعـد المؤهلة المتاحـة للموظفين الجدد من ذوي المراتب الوظيفية المتدنية على أساس تحديد حجم إسهاماتهم، حيث تلتزم الشـركات دفـع قيمة محددة من المال عن كل مشارك كل عـام. أما ما يحصل عليه الموظف لـدى تقاعده فيتعلق بمدى نجاح استثمـارات الصندوق. فنتائج سـوء الاستثمار والخسارة المترتبة عنه يتحملها الموظفون بمفردهم.

بالمقابـل، ترتكز صناديـق التقاعد التكميليـة الخاصة بالمديرين علـى أساس المعاشات الثابتـة، أي إنها تضمن للمديرين معاشاً تقاعديـاً ثابتاً مدى الحياة بغض النظر عن كفاية استثمـار الصناديق. فجميع المديريـن العامين المسجلين في قاعدة البيانـات إكسيكوكومب الخاصـة بمديري الشركات المدرجة على لائحة إس & بـي يستفيدون من صناديق تقاعدية خاصـة تضمن لهم معاشـاً تقاعدياً ثابتاً[9]. إن هـذا النوع من الصناديـق التقاعدية يحمل نتائج سوء استثمار أموال الصناديق للشركات وحملة أسهمها. فمهما كان أداء الشركة سيئاً ومهمـا كانـت استثماراتها خاسرة فإنها تضمن لمديريها معاشـاً تقاعدياً محدداً يتدفق إلى حساباتهم ما داموا على قيد الحياة.

إذا كانت المساومات على مطال الذراع مع غالبية الموظفين تؤدي إلى ترتيبات للتعويضات التقاعدية ترتكز على أساس تحديد حجم الإسهامات، فلماذا تسفر تلك المساومات مع المديرين إلى نتيجة مختلفة إلى هذا الحد؟ فلو كانت ترتيبات المكاسب التقاعدية المرتكزة على ثبات المعاش التقاعدي نتيجة فعلية للمساومات على مطال الذراع لكان حري بالشركات أن تقدم تلك الترتيبات للموظفين العاديين قبل المديرين؛ لأن الموظفين العاديين، بخلاف المديرين، غير قادرين على ادخار مبالغ كبيرة من المال، بل إنهم أحوج من المديرين إلى معاشات تقاعدية ثابتة ومضمونة تغطي احتياجاتهم في خريف العمر، كما أنهم أقل من المديرين قدرة على تحمل الخسائر التي يمكن أن تنتج عن سوء الاستثمار في الصناديق المبنية على أساس تحديد المسهمات. وبخلاف الموظفين العاديين بوسع المديرين بسهولة في حال كانت صناديق تقاعدهم مبنية على أساس تحديد المسهمات أن يؤمنوا على أنفسهم ضد خطر سوء الاستثمار، وذلك عبر تخصيص جزء من مرتباتهم المرتفعة جداً والأرباح التي يجنونها من خيارات الأسهم التي يمتلكونها لشراء ما يسمى سناهيات تضمن لهم مرتبات سنوية ثابتة مدى الحياة. فلو كان لا بد من أن تتلقى إحدى المجموعتين فقط (مجموعة المديرين أو مجموعة الموظفين العاديين) تعويضات تقاعدية مبنية على أساس المعاش التقاعدي الثابت، فإن المساومات على مطال الذراع كانت ستحسم الأمر لصالح مجموعة الموظفين العاديين لا لصالح مجموعة المديرين.

المكاسب التمويهية

على الرغم من أن جدوى منح المديرين معاشات تقاعدية ثابتة من الصناديق التقاعدية التكميلية الخاصة بهم بعيدة كل البعد عن أن تكون واضحة، إلا أنه من الواضح جداً أن تلك الصناديق تسهم في إخفاء جزء كبير من الأجر المقدم للمديرين غير المرتبط بأدائهم.

إن دفعات الصندوق التقاعدي التكميلي الخاص بالمديرين تتحدد بعدد سنوات خدمة المدير وبحجم التعويضات الإجمالي الذي كان يحصل عليه في سنة خدمته الأخيرة قبل تقاعده. فكلما ارتفع مرتب المدير وكلما زادت سنوات خدمته، زاد معهما معاشه التقاعدي. بهذا يكون المعاش التقاعدي الذي يدفعه هذا النوع من الصناديق، مثله مثل المرتب العادي،

غير مرتبط بأداء المدير. بل إن العديد من الشركات عملت على تضخيم مرتبات المديرين التقاعدية عن طريق التلاعب بعدد سنوات خدمتهم، وذلك من أجل رفع قيمة معاشهم التقاعدي المحسوب وفق معادلة حساب المعاش ضمن الصندوق[10].

على كل شركة أن تضمّن بياناتها السنوية التي تصدرها للعلن جداول تعويضاتها التي يجب أن تتضمن القيمة الحقيقية بالدولار الأمريكي لكل وجه من وجوه التعويضات المتنوعة التي يحصل عليها مديرها العام بالإضافة إلى مديريها الأربعة الآخرين الذين يحصلون على أعلى المرتبات في الشركة. إن هذه الأرقام التي تنشرها الشركة في هذا السياق هي من أكثر المؤشرات وضوحاً للرأي العام حول التعويضات التي يتقاضاها مديرو الشركة، إذ إنها متاحة لوسائل الإعلام ولجميع المهتمين الذين يقرؤون تلك البيانات السنوية ويتابعونها. وفي الواقع فإن ما تتضمنه تلك البيانات من معلومات حول تعويضات المديرين تشكل المعطيات الأساسية الرسمية التي ترتكز إليها أبحاث خبراء الاقتصاد المالي وكذلك أعمال الاستشاريين المختصين في حقل التعويضات.

لو كانت معاشات المديرين التقاعدية مبنية على أساس الإسهامات الثابتة، لظهرت تلك الإسهامات السنوية التي تدفعها الشركات لدعم حسابات مديريها في صندوقهم التقاعدي الخاص في جداول تعويضاتها المعلنة. لكن من أهم ميزات صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين أنها تغطي على الزيادة السنوية التي تضاف إلى القيمة الراهنة لمعاش المدير التقاعدي -بسبب علاوات مرتبه السنوي وزيادة سنوات خدمته سنة إضافية- وتخفيها عن المراقبين الخارجيين؛ إذ إن الشركات ليست مجبرة على التصريح عن تلك الزيادة في جداول تعويضاتها المعلنة. لذلك فإن المراقب الخارجي الذي يتابع جداول التعويضات تلك لن يرى كيف تنمو حسابات المديرين في صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم.

فضلاً عن ذلك، وهو ما يتسم بأهمية كبيرة، فإن قوانين الإفصاح لا تلزم الشركات إلا بالإفصاح عن المبالغ التي تدفعها لمديريها الراهنين في جداول التعويضات التي تعلنها. وبما أن المديرين المتقاعدين لا يندرجون ضمن قائمة الموظفين الراهنين، فإن الشركات غير ملزمة بإدراج معاشاتهم في جداول تعويضاتها المعلنة. إذاً فالقيمة الحقيقية لاستحقاق المديرين من صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم والمبنية على أساس الاستحقاق

الثابت لا تظهر البتة في المكان الذي يطلع عليه الباحثون ووسائل الإعلام ويجمعون منه جل معلوماتهم حول تعويضات المديرين. ولما كانت القيمة الحقيقية لاستحقاق المدير من الصندوق التقاعدي مخفية، فإن عدم ارتباط ذلك الاستحقاق بأداء المدير سيبقى أيضاً بعيداً عن الأضواء ولن يحظى بالاهتمام اللازم.

لنأخذ على سبيل المثال مديراً عاماً يعمل مع شركته طوال عشر سنوات ومن ثمّ يحصل على معاش تقاعدي سنوي يعادل جزءاً كبيراً من مجموع التعويضات التي حصل عليها في السنة الأخيرة من خدمته. إن مجموع ما يحصل عليه المدير من معاشات تقاعدية في حياته في مثل هذه الحال سيعادل تقريباً مجموع ما حصل عليه من تعويضات أثناء سنيّ خدمته كمدير عام. لكن وبخلاف حجم الرواتب والتعويضات التي يحصل عليها المدير أثناء مدة خدمته، فإن التعويضات التي يحصل عليها من صندوق تقاعده تبقى مخفية ولا تظهر مطلقاً في جداول التعويضات التي تعلنها الشركة.

عندما تقاعد لويس غيرستنر المدير العام لشركة آي بي إم على سبيل المثال بعد تسع سنوات من الخدمة، استحق معاشاً تقاعدياً سنوياً قدره 1,140,000$ ابتداءً من سنّه الستين[11]. لقد قاربت القيمة التأمينية لهذه السناهية مجموع ما تلقاه السيد غيرستنر كمدير عام أثناء سنوات خدمته التسع، والذي بلغ 18 مليون $ تقريباً. غير أن شركة آي بي إم لم تكن ملزمة التصريح عن المعاش التقاعدي لمديرها السابق في جداول تعويضاتها المعلنة ولا حتى أن تدخل قيمته الحقيقية بالدولار الأمريكي في بياناتها المالية[12].

وليس من المستغرب أن تكون برامج التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين قد صممت خصيصى الزيادة تعويضات المديرين بعيداً عن مرأى ومسمع حملة الأسهم[13]. وفي الواقع فقد نقلت تقارير صحفية أن بعض المديرين لم يوافقوا على اعتماد تلك الصناديق التقاعدية الخاصة إلا بعد أن حصلوا على تأكيدات بأن المبالغ التي ستدفع في الصندوق لن يتم تسريبها إلى العلن[14].

بالطبع، ومع أن أياً من الأرقام المعبرة عن زيادة قيمة استحقاق المديرين من صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم قبل تقاعدهم أو عن المبالغ المدفوعة لهم بعد إحالتهم على

التقاعد لا يظهر في جداول التعويضات المعلنة، إلا أن حقيقة وجود تلك الصناديق والمعادلات التـي تحكمهـا يجب أن يعلن عنها في التصاريح التي على الشركات أن تقدمها لهيئة الأوراق والأسـواق المالية الأمريكيـة[15]. غير أنه من الصعب على أي شخص لم يتلقّ تدريباً كافياً في أمـور الحسابـات التأمينية والمالية أن يقـدر بشيء من الدقة، وانطلاقـاً من تلك المعادلات المعلنـة، مجمـوع المبالغ التي ستدفع للمديـر مستقبلاً بعد تقاعـده، أي أن يقدر الكلفة التي تتكبدها الشركة من جراء منح المدير الحق بمعاش تقاعدي ثابت مدى الحياة[16]. وكما ذكرنا آنفاً، فإن الشركات غير ملزمة الإعلان عن أي تقديرات للقيمة الحقيقية بالدولار الأمريكي لاستحقـاق أي مـن مديريهـا في صندوقها التقاعدي المبنـي على أسـاس المعاش التقاعدي الثابـت، ولذلـك فهي عادة ما تمتنع عـن إعلان تلك التقديرات. ولعـل صعوبة الوصول إلى القيـم الحقيقية لهذه التعويضـات الضخمة هي السبب وراء اختفائها مـن قواعد البيانات الرسمية المعتمدة في الدراسات والبحوث التي تجرى حول موضوع تعويضات المديرين.

وفي الواقـع يصعب في كثير من الأحيان تقدير المبالـغ الكلية المستحقة لمديري أي شركة كمجموعـة متكاملة لدى الصنـدوق التقاعدي التكميلـي الذي تنشئه الشركـة لهم. إن جل مـا يجـب على الشركـة أن تصرح به هو رقم واحـد فقط، ألا وهو المبلـغ المستحق عليها من جـراء خططها التقاعدية لجميـع موظفيها الذي ليس له اعتماد مـالي كاف (أي المعاشات التقاعدية للموظفين التي لم تقم الشركة بتغطيتها مالياً عبر تخصيص أصول أو موجودات للشركـة لهـذا الغرض بالـذات)[17]. إن قوانين هيئة معايير الحسابـات المالية لا تقضي بأن يجـري ذكر الاستحقاقات المترتبة من صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين في بند منفـرد ومستقل عـن الاستحقاقات التقاعدية لباقي الموظفـين[18]. لذلك بوسع الشركات أن تصـرح عن رقم واحد فقط يساوي مجمـوع الاستحقاقات التي ليس لها اعتماد مالي كاف، بغض النظر عما إذا كانت تلك الاستحقاقات مترتبة من صناديق التقاعد المؤهلة للموظفين العاديين أم من صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين.

علـى الرغم من أن الشركات غـير ملزمة التصريح عما يترتب عليها من جراء صناديق التقاعـد التكميليـة الخاصـة بالمديرين، إلا أن بعض الشركات تبادر من تلقـاء نفسها إلى

التصريح عن تلك المبالغ، وبعضها مذهلة حقاً. ففي عام 2000، على سبيل المثال صرحت شركة جنرال إلكتريك بأن مجموع ما يترتب عليها دفعه من معاشات تقاعدية لمديريها قد بلغ 1.13 مليار $ [19]. ولسوء الحظ لم تصرح جنرال إلكتريك عن أي تفاصيل إضافية حول استحقاق مديرها العام واستحقاقات بقية مديرين الصف الأول من ذلك المبلغ الإجمالي. لكن الأمر الشائع ألا تقدم الشركات أي معلومات تفصيلية حول حصة المديرين وحصة باقي الموظفين من المبلغ الإجمالي لمجموع ما يترتب عليها من جراء صناديقها التقاعدية.

هنالك سمة إيجابية واحدة على الأقل لصناديق التقاعد المؤهلة للموظفين العاديين يجدر ذكرها وتمتاز بها عن صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين. فالشركات عندما تعتمد صناديق التقاعد المؤهلة يجب عليها، كشرط أساسي لكي تحصل على معاملة ضريبية تفضيلية، أن تخصص جزءاً من أصولها وموجوداتها لضمان قدرتها على دفع مستحقات موظفيها من صندوقهم التقاعدي المؤهل. أما صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، وبسبب كونها غير مؤهلة لتستفيد من المعاملة الضريبية التفضيلية حتى لو كان تمويلها مضموناً، فإنها لا تحظى دائماً بالاعتماد المالي الكافي لضمان تمويلها. لذا فإن الاستحقاقات التقاعدية للمديرين معرضة لخطر عدم الدفع أكثر من الاستحقاقات التقاعدية للموظفين العاديين – واللافت أن الكونغرس الأمريكي يدرس في الوقت الراهن تشريعاً من شأنه أن يضع العراقيل أمام الشركات في سعيها الحثيث لحماية مديريها من خطر عدم تلقيهم استحقاقاتهم التقاعدية في المستقبل[20].

إلا أن الشركات التي كانت تواجه مصاعب مالية في الماضي كانت في كثير من الأحيان تعمد إلى شراء بواليص تأمين خاصة بمعاشات التقاعد أو إلى إيداع مبالغ مالية مضمونة على صورة أمانات لدى جهات معينة أو إلى اتخاذ غير ذلك من الخطوات، وذلك من أجل ضمان دفع معاشات تقاعد مديرين تلك الشركات تحسباً لحالات إفلاسها[21]. فبعيد أحداث أيلول/سبتمبر 2001، حين بدت قدرة شركات الطيران على الإيفاء بالتزاماتها المالية في خطر، لجأت شركة دلتا إيرلاينز على سبيل المثال إلى اتخاذ إجراءات وقائية لحماية مديريها[22]. ولأن حجب تلك الأموال عن مديني تلك الشركات وضمان بقائها بعيداً عن متناولهم سيؤدي إلى تعريض المديرين لاستحقاقات ضريبية إضافية، كانت الشركات

في كثير من الأحيان تعمد إلى زيادة معاشات تقاعد مديريها لتغطية تلك الاستحقاقات الضريبية على نحو كامل أو جزئي[23]. لقد تحدثت التقارير في العام 1991، عن أن 50 شركة كبرى في أمريكا قد وضعت خططاً محكمة لمنح مديريها معاشات تقاعدية مضمونة مئة بالمئة[24]. ومن المرجح أن تكون هذه الممارسة منتشرة على نحو أوسع بكثير مما كان معروفاً، لأن شركات كثيرة لم تكن تقر بحيازتها لمثل هذه الخطط تفادياً للانتقاد الذي كان يمكن أن يوجه إليها بأنها كانت تحمي مديريها من نتائج وتبعات أخطائهم[25].

التعويضات المؤجلة

التعويضات المؤجلة تقنية أخرى تستعمل لمنح المديرين مبالغ طائلة من الأجر غير المرتبط في معظمه بأدائهم الفعلي، وذلك دون إثارة الكثير من انتباه حملة الأسهم. تقدم العديد من الشركات برامج وخطط تتيح للمديرين أن يتلقوا تعويضاتهم في وقت لاحق؛ بل إن بعض تلك البرامج يلزم المديرين بتأجيل تلقي تعويضاتهم. أما تلك التعويضات فتنمو أثناء مدة التأجيل تلقائياً وفق صيغ تضعها تلك الشركات. ولا تستحق الضرائب على مبالغ التعويضات الأصلية ولا على زياداتها حتى موعد تلقيها، الذي عادة ما يأتي في وقت لاحق على وقت تركهم لأماكن عملهم. حينها تستفيد الشركات من اقتطاع ضريبي على المبالغ المدفوعة. وعلى العموم لدى غالبية كبريات الشركات برامج وخطط من هذا النوع[26].

يمكن لخطط التعويضات المؤجلة أن تأخذ أشكالاً متعددة. ففي حين تلزم بعض الشركات مديريها الذين يتقاضون تعويضات سنوية بما يزيد عن المليون $، وهي مبالغ محرومة من الاقتطاع الضريبي وفقاً للمادة 162(m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية، أن يؤجلوا تلقي تعويضاتهم التي تفوق المليون $ إلى وقت لاحق، تعتمد شركات أخرى خططاً اختيارية غير ملزمة. وبعض الشركات تسمح لمديريها بتأجيل تلقي مرتباتهم فقط، بينما يسمح بعضها الآخر بتأجيل تلقي تعويضات التحفيز طويلة الأمد والأرباح التي يجنونها من استخدام خياراتهم أو من بيع أسهمهم المقيدة أيضاً. وفي كثير من الأحيان تقدم الشركات لمديريها إسهامات تكميلية لخططهم التقاعدية المؤجلة تختلف في حجمها من شركة لأخرى. يتم في بعض الأحيان تحديد حجم تلك الإسهامات في قرارات سرية لمجالس الإدارة، وفي أحيان أخرى وفق صيغ معروفة ومعلنة[27].

تختلف خطط التعويضات المؤجلة أيضاً في كيفية «استثمار» تلك التعويضات، أي في كيفية تحديد استحقاق المدير من تلك التعويضات بعد انتهاء مدة التأجيل. عدد كبير من الشركات تضمن لمديريها معدلاً محدداً لعوائد استثمار تلك التعويضات (أو حداً أدنى لذلك المعدل)[28]. ولطالما منحت الشركات مديريها إعانات إضافية عبر منحهم معدلات عوائد استثمار أعلى من المعدلات السائدة في السوق. ففي عام 2001، على سبيل المثال، حين كانت عوائد سندات الخزينة لسنة واحدة تتراوح بين 3.39 بالمئة و 4.63 بالمئة، ضمنت شركتا جنرال إلكتريك و إنرون لمديريهما معدل عوائد على تعويضات تقاعدهم المؤجلة بلغ 12 بالمئة. بعض الشركات الأخرى كانت تقدم لمديريها العوائد السائدة في السوق زائداً نسبة إضافية محددة. فشركة لوسنت على سبيل المثال قدمت لمديريها معدل عوائد استثمار لتعويضات تقاعدهم المؤجلة يساوي العوائد السائد في السوق على سندات الخزينة لعشر سنوات زائداً 5 بالمئة[29]. يدرس الكونغرس في الوقت الراهن تشريعاً يهدف إلى منع الشركات من منح مديريها معدلات للعوائد على تعويضات تقاعدهم المؤجلة تزيد عن المعدلات السائدة في السوق. وعلى الرغم من أن تمرير مثل هذا التشريع في الكونغرس من شأنه أن يقضي على هذه الميزة بالذات من ميزات المكاسب التقاعدية المؤجلة، فإن تلك التعويضات ستستمر في منح المديرين ميزات مالية وتمويهية أخرى كما سنرى لاحقاً.

اختلافات خطط التعويضات المؤجلة عن خطط 401(k)

للوهلة الأولى تبدو خطط التعويضات المؤجلة مكافئة لخطط 401(k) المعروفة التي يستفيد منها العدد الأكبر من الموظفين العاديين. لكن، كما أن صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين تختلف عن صناديق التقاعد المؤهلة التي يستفيد منها الموظفون العاديون، فإن هنالك فروقاً مهمة بين خطط التعويضات المؤجلة التي تمنح للمديرين وخطط التعويضات 401(k) المعروفة التي يستفيد منها الموظفون العاديون.

وأول تلك الفروق يتمثل في أن خطط 401(k) تمنح العاملين فرصة إيداع أموالهم لدى وسائل استثمار معينة، لكن بغض النظر عن نوع الاستثمار فإن ما يحصلون عليه من معدل لعوائد الاستثمار قبل الخصم الضريبي يساوي ما كانوا سيحصلون عليه بوسائل الاستثمار عينها في سوق الاستثمار خارج خطط 401(k)؛ لكن، وعلى العكس من ذلك، فإن ترتيبات

خطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين غالباً ما تضمن لهم معدلات للعوائد أعلى من تلك المعدلات السائدة في السوق.

فضلاً عن ذلك فإن خطط 401(k) تتمتع بدعم ضريبي، في حين لا يصح ذلك بالنسبة لخطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين. تقوم خطط 401(k) على أن يودع جزء من مرتب كل موظف مستفيد من هذه الخطط في حساب خاص لا تستحق ضرائبه سوى في وقت لاحق، وبوسع الشركة أيضاً أن تدفع إسهاماتها الخاصة في ذلك الحساب. وكما هي الحال في صناديق التقاعد المؤهلة، فإن المبالغ المتراكمة في تلك الحسابات تستثمر وتنمو من دون ضرائب. لا الموظف ولا الشركة يدفعان أي ضريبة دخل على العوائد الناتجة عن ذلك الاستثمار: الموظفون لا يدفعون ضرائب لا على الحسابات ولا على العائدات إلى حين حصولهم على استحقاقاتهم، وبالمقابل تحصل الشركة على خفض ضريبي لقاء المبالغ التي تدفعها على حسابات خطط 401(k) كما لقاء المبالغ التي يدفعها الموظفون أنفسهم. إذاً فإيداع تعويضات الموظفين في خطط 401(k) يمكنهم من الاستفادة من تأجيل ضرائبهم المستحقة دون أن تخسر الشركة المشغلة حقها في الخفض الضريبي[30].

بمقدور الشركات طبعاً أن تقدم التعويضات المؤجلة لمديريها عبر خطط 401(k)، غير أن هناك حدوداً عليا للمبالغ التي يمكن دفعها سنوياً على حسابات خطط 401(k). ففي السنة الضريبية 2004، لم يكن بوسع موظف مشمول بخطة نظامية من خطط 401(k) أن يؤجل أكثر من $13,000 من تعويضاته على مدار السنة[31]. ولكي تمنح الشركات مديريها فرصة الاستفادة من مبالغ تتخطى هذا الحد عمدت إلى اعتماد ترتيبات التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين خارج إطار خطط 401(k) التي تتمتع بمعاملة ضريبية تفضيلية. إذاً فالتعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين ليست فقط غير مبنية على خطط 401(k)، بل إن تلك الخطط لا تشكل في حال من الأحوال القاعدة الأساسية للتعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين.

وهكذا فإن الشركات لا تكتفي بالإسهام بحصتها في حسابات التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين ليجري استثمارها بعدئذ بلا ضريبة كما هي الحال بالنسبة للموظفين العاديين، بل إنها تحجز عملياً جزءاً من أجر المدير في كل سنة وتضعه في حسابه الخاص

وتسمح لذلك الحساب أن ينمو بمعدل سنوي ثابت ومتفق عليه سلفاً، لتعود وتدفع للمدير في وقت لاحق جميع تلك المبالغ المحتجزة بالإضافة إلى عائداتها.

بالطبع تدفع الشركة ضريبة على الدخل الذي عليها تحقيقه من أجل دفع عوائد حسابات التعويضات المؤجلة الخاصة بمديريها. ومن ناحية أخرى، لو كانت تلك التعويضات المؤجلة قد دفعت للمديرين وقت انتقالها إلى حسابه، لكان استثمرها في السوق ودفع ضريبة دخل على عائداتها. إذاً فكما هي الحال مع صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، تقوم خطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين بتحريرهم من بعض أعبائهم الضريبية وتحميلها للشركات التي يديرونها[32].

حينما يتساوى الموظفون والشركات في معدلات الضرائب المفروضة على دخولهم وفي قدراتهم على استثمار أموالهم، تغدو خطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين، مثلها في ذلك مثل صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم، غير قادرة على خفض مجموع الأعباء الضريبية المفروضة على الموظفين والشركات معاً، بل إنها مقابل كل دولار تخفضه من الأعباء الضريبة المترتبة على المدير تثقل كاهل الشركة بدولار إضافي يزيد من أعبائها الضريبية. إذاً، خطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين، مثل صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم وعلى عكس خطط 401(k) وصناديق التقاعد المؤهلة التي يستفيد منها الموظفون العاديون، لا تقدم أي مكاسب ضريبية حينما يتساوى المديرون والشركات في معدلات الضرائب المفروضة على دخولهم وفي قدراتهم على استثمار أموالهم[33].

وكما هي الحال بالنسبة لصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين أيضاً، هناك بالطبع العديد من الحالات التي قد تؤدي فيها خطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين، التي تخرج عن إطار خطط 401(k)، إلى زيادة أو نقصان حجم القيمة الكلية المتاحة للشركة والمدير معاً[34]. فقد يفرض على دخل المدير معدل ضريبي يختلف عن ذاك المفروض على دخل الشركة. حتى لو تساوى كلاهما (أي المدير والشركة) في المعدل الضريبي المفروض على دخليهما، فقد تحرز الشركة قدراً أكبر من العائدات مما يحرزه المدير (مع أن ذلك الاحتمال ضئيل بالنسبة للشركات التي تتمتع بقدرة كبيرة على إيجاد مصادر تمويل إضافية، كما سبق لنا أن رأينا أثناء مناقشتنا لموضوع صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين). إلا أنه

ما من سبب منطقي مقنع يجعلنا نعتقد أن تأجيل تعويضات المدير أمر مجد لجميع الأطراف في غياب الخفض الضريبي الذي تضمنه الخطط المؤهلة. بل على العكس من ذلك، قد يكون العبء الضريبي الإضافي على كاهل الشركة أكبر من الخفض الضريبي الذي يحصل عليه المدير من جراء اعتماد خطط التعويضات المؤجلة، فيكون العبء الضريبي الكلي الذي يدفعه المدير والشركة معاً للحكومة قد ازداد بسبب اعتماد تلك الخطط.

لنفترض على سبيل المثال مديراً على رأس شركة مربحة قد وعده مجلس إدارة الشركة بمعدل عوائد على تعويضاته المؤجلة مرتبط بأحد مؤشرات سوق الأسهم. لو استثمر المدير تلك الأموال في البورصة لدى أحد صناديق الاستثمار في السوق، لاضطر لدفع ضريبة دخل على عوائد ذلك الاستثمار بمعدل يساوي ما يدفع عادة على عائدات رؤوس الأموال الفدرالية على المدى الطويل، وهو ما قد يصل في أعلى قيمة له إلى 15 بالمئة (وفقاً لمعطيات العام 2004)[35]. أما في حال تولت الشركة استثمار تلك الأموال -سواء في الأسهم عينها، أم في أسهم أخرى، أم حتى في أسهمها الخاصة- فإن عوائد ذلك الاستثمار ستخضع لضريبة دخل الشركات التي قد تصل إلى 35 بالمئة[36].

لذا يبدو مستغرباً أن يلجأ 90 بالمئة من الشركات إلى اعتماد خطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين لمنحهم المزيد من الأجر[37]. وكما هي الحال بالنسبة لصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، هناك أسباب قوية تدفعنا للاعتقاد بأن خطط التعويضات المؤجلة هذه ليست الصورة الأجدى لمنح المديرين التعويضات التي يستحقونها. وإنه لأمر لافت فعلاً أن الشركات التي تقدم لمديريها خططاً غير مؤهلة لتعويضاتهم المؤجلة الخاصة لا تقدم لموظفيها العاديين خططاً مماثلة، ولو كانت تلك الخطط المقدمة للمديرين مجدية -ولنقل لأن الشركة تملك على سبيل المثال فرص استثمار أفضل من الفرص المتاحة أمام المديرين أنفسهم- لوجب أن تكون تلك الخطط مجدية أيضاً بالنسبة لباقي الموظفين. غير أنه من النادر، إن لم نقل من المستبعد تماماً، أن نجد شركات تقدم لموظفيها غير المديرين بالإضافة إلى خطط 401(k) المؤهلة خطط تعويضات مؤجلة وغير مؤهلة كتلك التي تقدمها لمديريها. هذا ما يقودنا إلى الاعتقاد الراسخ بأن منح المدير خطة تعويضات مؤجلة وغير

مؤهلة نادراً ما يؤدي فعلاً إلى تعظيم القيمة الكلية للمدير والشركة معاً، أي نادراً ما يكون في صالحهما المشترك.

المكاسب التمويهية

على الرغم من أن المكاسب المرجوة على صعيد الجدوى من ترتيبات منح المديرين تعويضات مؤجلة بعيدة كل البعد عن أن تكون واضحة، إلا أن ما تقدمه تلك الترتيبات للمديرين من مكاسب تمويهية هو الأمر الأساسي. صحيح أن التعويضات المؤجلة يجب أن يصرح عنها في جداول التعويضات، وذلك في العام الذي تكون فيه تلك التعويضات قد منحت، إلا أن المكسب الأساسي الذي تقدمه تلك التعويضات المؤجلة للمديرين يكمن في أن عوائد تلك التعويضات –المعفية من الضرائب التي تتراكم في كثير من الأحيان وفق معدلات أعلى من مثيلاتها في السوق– تبقى في منأى عن مرأى المراقبين الخارجيين.

حتى عندما لا يكون معدل العوائد الاسمي على التعويضات المؤجلة أعلى من معدل السوق، فإن المعدل الفعلي لما يجنيه المديرون من ترتيبات التعويضات المؤجلة يبقى بكل تأكيد أعلى مما تبدو عليه الأمور، وذلك بسبب ميزة عدم دفع المديرين لأي ضريبة على تلك الأرباح. ففي حين يجب على المديرين دفع ضريبة الأرباح على ما يجنونه من استثمارات خارج إطار ترتيبات التعويضات المؤجلة، بمقدورهم استثمار أموالهم في إطار تلك الترتيبات معفية من الضرائب – على حساب الشركات التي يديرونها. إذاً، ما دام معدل العوائد الذي تقدمه ترتيبات التعويضات المؤجلة للمديرين أعلى من المعدل الصافي (بعد احتساب الضرائب) الذي يستطيعون تحقيقه في إطار استثماراتهم الخاصة، فإن المديرين يجنون أرباحاً كبيرة وحقيقية لا تظهر في جداول التعويضات المعلنة. لقد ورد في تقرير نشرته صحيفة نيويورك تايمز على سبيل المثال أن روبرت جويزويتا مدير شركة كوكا كولا تمكن من استثمار مبلغ مليار $ من تعويضاته المؤجلة دون ضرائب وعلى مدى 17 عاماً[38]. وقد تولت شركة كوكا كولا دفع بيان الحساب عبر دفع ضريبة الدخل على ما جنته من أموال كانت بحاجة إليها من أجل تغطية العوائد التي ضمنتها لمديرها روبرت جويزويتا على حساب تعويضاته المؤجلة[39].

إضافة إلى ذلك وبينما تقدم خطط 401(k) للموظفين العاديين عوائد تكافئ تلك السائدة في سوق الأسهم أو في الصناديق الأخرى المتاحة عموماً، فإن العديد من ترتيبات التعويضات المؤجلة التي تمنح للمديرين تضمن لهم معدلات عوائد أعلى من السوق على نحو ملحوظ. فأولئك المديرون لم يحصلوا فقط على عوائد استثمارية معفاة من الضرائب -لكن على حساب شركاتهم- بل إنهم قد حصلوا فضلاً عن ذلك على معدلات عوائد أعلى من مثيلاتها في السوق. وفوق هذا وذاك بقيت تلك العوائد الضخمة بعيدة عن مرأى المراقبين الخارجيين إلى حد بعيد.

تلزم هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية الشركات بأن يصرحوا في جداول تعويضاتهم المعلنة عن العوائد التي يجنيها كل مدير من تعويضاته المؤجلة في ذلك العام بمعدل يفوق معدل عوائد الاستثمار في السوق. وفي حال ضمان معدل ثابت لعوائد التعويضات المؤجلة، فإن عبارة «فوق معدل عوائد السوق» تعني تعريفاً المعدل الذي يفوق 120 بالمئة من معدل عوائد رؤوس الأموال الفدرالية السائد والمعتمد من قبل مصلحة الإيرادات الضريبية الداخلية بتاريخ تحديد المعدل المضمون لعوائد التعويضات المؤجلة. وعبر استغلال هذا التعريف لمعدل العوائد الذي يفوق معدل عوائد السوق، تمكنت الشركات في بعض الأحيان من منح مديريها معدلات عوائد أعلى من تلك التي بمقدورهم الحصول عليها بوسائلهم الخاصة، وذلك دون الحاجة للإفصاح عن تلك العوائد في جداول التعويضات المعلنة.

يعد هذا التعريف لمعدل العوائد طويل الأمد الذي يفوق معدل عوائد السوق، والذي تبنته هيئة الأوراق والأسواق المالية، سخياً على نحوٍ خاص لأنه يترك لمجالس الإدارة حرية اختيار وقت تحديد معدل العوائد الثابت بما يخدم مصلحة المديرين. فعندما ترتفع معدلات عوائد السوق ورؤوس الأموال الفدرالية وتغدو أعلى من المعدل المضمون لعوائد تعويضات المديرين المؤجلة، تستطيع الشركات ببساطة اعتماد معدل أعلى من المعدل السابق. وما دام المعدل الجديد لعوائد تعويضات المديرين المؤجلة أقل من 120 بالمئة من المعدل الجديد المرتفع لعوائد رؤوس الأموال الفدرالية، فإن الشركات تبقى غير ملزمة التصريح عن تلك العوائد في جداول تعويضات مديريها المعلنة. أما في حال انخفضت معدلات عوائد السوق ورؤوس الأموال الفدرالية، فإن بمقدور الشركات أن تستمر في منح المديرين المعدلات السابقة التي

باتت الآن أعلى من 120 بالمئة من معدلات السوق. ولما كان شرط الإفصاح عن العوائد يرتبط بمعدل العوائد السائد في السوق على رؤوس الأموال الفدرالية وقت تحديد معدل العوائد الممنوحة للمدير على تعويضاته المؤجلة، فإن تلك العوائد المدفوعة على حساب المدير لا تظهر في جداول التعويضات المعلنة مهما انخفضت معدلات عوائد السوق لاحقاً.

أخيراً، فحتى العوائد الناتجة عن معدلات أعلى من العتبة التي وضعتها هيئة الأوراق والأسواق المالية، من المرجح ألا تظهر بكاملها في جداول التعويضات المعلنة. إذ إن إلزامية التصريح تنتهي بتقاعد المدير، على الرغم من أن المدير غالباً ما يستمر بالتمتع بمعدل العوائد المرتفع إلى ما بعد تقاعده. إن مثل هذا الفيض من مكاسب ما بعد التقاعد -والذي قد يأخذ حجماً كبيراً جداً- لا يظهر على الإطلاق في جداول التعويضات التي تعلنها الشركات أمام الرأي العام.

وكما هي الحال بالنسبة لصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، فإن خطط التعويضات المؤجلة قد تعرّض المديرون لخطر الخسارة في حال إعلان شركاتهم إفلاسها. ففي حين تلزم خطط 401(k) الشركات بتخصيص جزء من أصولها وموجوداتها ووضعها في منأى عن مدينيها لضمان قدرتها على دفع مستحقات موظفيها من تلك الخطط، تبقى ترتيبات التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين مجرد وعود مقدمة من قبل الشركات للمديرين بأن تدفع لهم مبالغ معينة على هيئة تعويضات في المستقبل. غير أن حقوق المديرين في تلك المبالغ ليست مضمونة كلياً في حال إعلان إفلاس شركاتهم. وكما هي الحال بالنسبة لصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، فإن الكونغرس يدرس في الوقت الراهن تشريعاً من شأنه أن يصعب على الشركات محاولتها حماية مديريها من هذا الخطر. غير أن الشركات قد عمدت إلى الآن وفي كثير من الأحيان إلى اتخاذ الخطوات اللازمة لحماية مديريها من المخاطر التي قد تحدق بهم في حال إعلان إفلاسها. فكثير من الشركات كانت تلجأ إلى ما يسمى «أدوات الضمان»، كسندات الأمانة على سبيل المثال، لضمان حصول المديرين على تعويضاتهم المؤجلة حتى في حالات إعلان الإفلاس. إضافة إلى ذلك دأبت الشركات في كثير من الأحيان على منح مديريها الحق بسحب تعويضاتهم المؤجلة في أي وقت يرونه مناسباً – كما هو الحال عندما يحصلون من مصادرهم الخاصة على معلومات

تفيد بأن شركتهم على وشك إعلان إفلاسها. فقبيل دخول شركة إنرون في إجراءات إعلان إفلاسها على سبيل المثال سحب مديروها مبالغ طائلة بملايين الدولارات من حساباتهم في خطط تعويضاتهم مؤجلة.

بالنسبة للمديرين وأصدقائهم بين أعضاء مجالس الإدارة، فإن صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين وإجراءات التعويضات المؤجلة كانت على الدوام مفيدة جداً. فلقد زودتهم بأدوات عملية وفاعلة من أجل تمرير مبالغ كبيرة من التعويضات غير المرتبطة بالأداء إلى حساباتهم الخاصة، وذلك عبر سراديب بقيت في ظل قواعد التصريح الراهنة بعيدة إلى حد كبير عن عيون المراقبين الخارجيين. وكما عبر أحد المحللين الاقتصاديين المختصين في تصميم خطط التعويضات، فإن «الإفصاح عن ذلك العدد الكبير من خطط تعويضات المديرين –المعاشات التقاعدية، وصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، والتعويضات المؤجلة، والبواليص التشاركية للتأمين على حياة المديرين– لا يجيب على نحو صحيح على السؤال الأساسي الذي مفاده: ما هي القيمة الفعلية التي يتوقعها المدير من مجمل هذه الخطط لدى تقاعده؟»[40].

هبات ما بعد التقاعد

تَعد عقود التعويضات المديرين في كثير من الأحيان بسيل من الهبات التي سيتلقونها بعد تقاعدهم. فعلى سبيل المثال يحصل الكثيرون منهم على حق استخدام طائرة الشركة الخاصة لعدد محدد من الساعات في العام بعد تقاعدهم، وذلك بغرض تنقّلهم شخصياً وفي بعض الأحيان بغرض تنقل أفراد أسرهم أو حتى ضيوفهم أيضاً. حتى إن بعض المديرين قد حصلوا على امتياز استخدام طائرة الشركة مدى الحياة ودون قيد أو شرط[41]. ومن بين الهبات الأخرى التي كثيراً ما تلازم المديرين إلى ما بعد التقاعد نذكر مثلاً تخصيصهم بسيارات مزودة بسائقين شخصيين، وتعيين مساعدين شخصيين لهم، وتزويدهم بخدمات التخطيط المالي، وإحاطتهم بأنظمة الحماية المنزلية، ومنحهم عضوية الأندية المختلفة وبطاقات حضور النشاطات الرياضية، وتخصيصهم بمكاتب مجهزة ومزودة بخدمات السكريتاريا، ومنحهم خدمات الهاتف الجوال بالمجان[42]. لويس غيرستنر مدير عام شركة

آي بـي إم حصل لدى تقاعده على سبيل المثال علـى حق استخدام شقق وطائرات وسيارات وخدمات الحماية المنزلية والتخطيط المالي. أما تيرينس موراي المدير العام السابق لشركة فليـت بوسطن فكان مـن نصيبه 150 ساعة طيران مجاناً بطائرة الشركة الخاصة، وسيارة مزودة بسائق شخصي، ومكتب خاص في الشركة، ومساعدين في المكتب، وخدمة التخطيط المالي، ومنظومة حماية منزلية أيضاً.

ومـن الوجوه الأخرى لتلـك الهبات تقديم المساعـدات الخيرية لمنظمـة يختارها المدير المتقاعـد. فشركـة فليت بوسطـن منحت مديرها العـام موراي الحق في تسميـة المؤسسات الخيريـة التـي يرتئيهـا لمنحها مبلـغ 3.5 مليـون $ من مخصصـات الشركـة للمشروعات الخيريـة[43]. أما شركة فورد فوعـدت مديرها العام المتقاعد ناصر بإطـلاق منحة دراسية باسمه الشخصي في المؤسسة التعليمية التي يختارها (إضافة إلى تزويده بسيارة جديدة كل عام وبخدمات التخطيط المالي وبمكتب خاص في مباني الشركة وتعيين مساعد شخصي له على نفقة الشركة)[44].

إن الكلـف الحقيقيـة لهـذه الهبـات أكبر في كثير مـن الأحيان مما قد يبـدو عليه الأمر في الوهلـة الأولى. لنأخـذ على سبيـل المثال حق استخدام طائرة الشركـة من قبل المديرين المتقاعدين لأغراضهم الشخصية، وهي هبة واسعة الانتشار في هذه الأيام. فعلى الرغم من أن حجـم الكلف المترتبة من جـراء تقديم هذه الهبة قد يبـدو في الوهلة الأولى محدوداً[45]، إلا أنـه قد يأخذ في الواقع أبعاداً ضخمة جداً. لنحتسب ما تكلفه رحلة الذهاب من نيويورك إلى كاليفورنيـا بطائـرة الشركة الخاصة ومن ثَـمّ الإياب بعد عدة أيام. لمـا كانت الطائرة التـي مقرها نيويـورك ستعود بطاقمهـا إلى الساحل الشرقـي بعد إيصـال المدير المتقاعد إلى كاليفورنيـا، فـإن ما تتكلفه الشركة في الواقـع يبلغ كلفة رحلتين ذهابـاً وإياباً، ما يعني ثمـاني عمليات انطلاق وهبوط وعشرين ساعة طيران تقريباً. وإذا أخذنا في الحسبان ثمن الوقـود وكلفة الصيانة وأجور الهبوط في المطـارات والتكاليف الإضافية لطاقم الطيارة من طيارين ومضيفين ولما تكلفه الحوادث العرضية وتكاليف اهتراء الطائرة (عمرها ينقص في كل ساعـة تطيرهـا، والأهم من ذلـك في كل عملية انطلاق أو هبـوط)، إذا أخذنا كل ذلك بالحسبـان فإن كلفة رحلة المدير المتقاعد قد تبلغ نحـو 50,000$ بأقل تقدير[46]. لقد وعدت

شركة سيندانت مديرها العام المتقاعد هنري آر سيلفرمان بحق الانتفاع مدى الحياة من طائرة الشركة الخاصة أو من طائرة مماثلة، يتم استئجارها بآلاف الدولارات في الساعة، في حال كانت طائرة الشركة مشغولة[47].

ليس من عادة الشركات تقديم هبات ما بعد التقاعد لموظفيها العاديين. وهناك منطق اقتصادي مقنع يقول بتجنب تقديم مثل هذه التعويضات العينية. فوعد الموظف بدفع مبلغ $10,000 سنوياً لقاء أجور تنقلاته في الطائرة أقل جدوى من الناحية الاقتصادية من دفع هذا المبلغ له نقداً ليتصرف به كما يشاء. والمنطق في ذلك واضح وبسيط؛ إذ عندما يرى الموظف المتقاعد أن الوجه الأمثل لصرف هذا المبلغ النقدي يتمثل في السفر بالطائرة، فإن دفع أجور السفر ودفع المبلغ نقداً يتكافأان تماماً؛ أما عندما يرى ذلك الموظف المتقاعد، لسبب أو لآخر، أن من الأفضل له أن يصرف ذلك المبلغ أو جزءاً منه على الأقل لقاء حصوله على خدمات أخرى غير السفر بالطائرة، يكون تقديم المبلغ النقدي أفضل من دفع أجور السفر؛ لأن دفع المبلغ النقدي يقدم للمتقاعد خدمات أكثر جدوى لقاء تحمل الشركة الكلفة عينها.

فضلاً عن ذلك، من المنطقي أن تتغير حاجات المتقاعد وتتبدل مع مرور الزمن. إذاً فالمنطق الاقتصادي يقول إن التعويضات العينية يجب ألا تحدد على مدى مدد طويلة من الزمن. مع ذلك نرى الشركات في كثير من الأحيان تمنح مديريها العامين تعويضات عينية على المدى البعيد: لويس غير ستنر مدير عام شركة آي بي إم على سبيل المثال حصل لدى تقاعده على حق الانتفاع من طائرة الشركة الخاصة وسياراتها ومكاتبها وخدماتها في مجال التخطيط المالي على مدى عشر سنوات.

ومع أن هبات ما بعد التقاعد لا يمكن اعتبارها من الوجوه المجدية لمنح التعويضات، إلا أنها توفر وسيلة فاعلة لتمويه تعويضات المديرين. إن قيمة تلك الهبات لا يصرح عنها عند الاتفاق عليها، كما أن الشركات لا تلاحظ أو تلمس الكلف المترتبة عليها من جرّاء تلك الهبات إلا بعد أن يكون المديرون قد خرجوا على التقاعد، وحينها لا تدرج قيمة تلك الكلف في جداول تعويضات المديرين الراهنين التي تثير انتباه المراقبين والمهتمين. فهبّات ما بعد التقاعد توفر إذاً وسيلة جديدة تضاف إلى ما سبق ذكره من وسائل أخرى لمنح المديرين

قيمة إضافية دون الحاجة لذكر تلك القيمة الإضافية في جداول التعويضات المعلنة أو حتى إدخال قيمتها الحقيقية في حساباتها المعلنة.

عقود الخدمات الاستشارية

كما هي الحال بالنسبة لهبات ما بعد التقاعد، فإن عقود الخدمات الاستشارية تقدم للمديرين حجماً كبيراً من القيمة المضافة. فتلك العقود عادة ما تضمن للمديرين العامين المتقاعدين أجراً سنوياً لقاء «جهوزيتهم» لتقديم النصح والمشورة للمديرين العامين الجدد لعدد محدد من الساعات في الشهر على مدار السنة. وتظهر الإحصاءات أن ما يقارب 25 بالمئة من المديرين العامين يدخلون بعد تقاعدهم في مفاوضات مع شركاتهم القديمة من أجل تحصيل عقود استشارية مدفوعة الأجر[48].

فشركة إيه أو إل تايم وورنر على سبيل المثال تدفع لمديرها العام السابق المتقاعد جيرالد إم ليفين مليون $ سنوياً لقاء خدماته الاستشارية التي لا تتعدى خمسة الأيام في الشهر الواحد[49]. وفي العام 2000 وعدت شركة كارتر – ووليس مديرها العام السابق هنري هويت بأن تدفع له بعد تقاعده أجراً سنوياً قدره 831,000$ لقاء خدمات استشارية مشابهة لخدمات ليفين[50]. وقد تفاوض تشارلز لي المدير العام المساعد سابقاً لشركة فيريزون مع مجلس إدارة الشركة على مبلغ 6 ملايين $ لقاء خبراته الاستشارية في السنتين الأوليين بعد تقاعده. أما رزمة التقاعد التي حصل عليها رولاند ألن مدير عام شركة دلتا إيرلاينز سنة 1997، فتمنحه عقداً استشارياً بقيمة 3.5 ملايين $ على مدى سبع سنوات يقدم فيها خدماته الاستشارية للشركة في الزمان والمكان والمدد الزمنية التي تناسبه وبأقل قدر ممكن من الإزعاج، وفق ما ورد في سجلات الشركة المعلنة[51]. يضمن العقد المبرم مع الشركة للسيد ألن أو لورثته مبلغ 500,000$ سنوياً حتى في حال إعاقته التامة أو وفاته[52].

إن هذه العقود الاستشارية إنما تقدم الأجر السهل والمضمون لقاء جهوزية المديرين القدامى لتقديم المشورة، لا لقاء عمل فعلي يقدمونه. وعادة لا تستفيد الشركات من تلك الجهوزية التي يدفعون ثمنها باهظاً سوى نادر. فبغض النظر عن الأسباب والمسوغات نجد المديرين العامين الجدد عامة غير ميالين لأن ينشدوا النصح من نظرائهم السابقين.[53]

فوفقــاً للتقارير، لا يتحدث السيد ألن المدير العــام المتقاعد لشركة دلتا على سبيل المثال إلا نــادراً مع مديرها العام الجديــد ليو مولين. وبإقرار الخــبراء الاستشاريين في تصميم رزم التعويضــات، فإن المديرين المتقاعدين لا يقدمــون للشركة في إطار هذه العقود الاستشارية، وفي أحسن الأحوال، إلا قدر ضئيل جداً من القيمة الفعلية. فكما يقول فرانك غلاسنر مدير عــام مجموعة تصميم التعويضات، ليست تلك العقــود الاستشارية في معظمها سوى وسيلة لرفــع حجم تعويضــات نهاية خدمة المديريــن المتقاعدين. ووفقاً لخبــير آخر يعمل في حقل تعويضــات المديريــن، هو ألن جونسون، فــإن «غالبية المديرين المتقاعديــن لا يقدمون سوى القليل من الخدمات لقاء ما يتقاضونه من أجر؛ إذ عادة ما تكون طلبات (المديرين الجدد) محدودة جداً».

وكما هي الحال بالنسبة لهبات ما بعد التقاعد، فإن الأجور التي يتلقاها المديرون المتقاعدون في إطــار عقودهم الاستشارية لا تجد طريقها إلى جــداول التعويضات المعلنة؛ لأنها تدفع لهم في وقــت لا يعــودون فيه علــى رأس عملهــم. إلا أن الفارق بــين الوسيلتين يكمــن في أن العقود الاستشاريــة تسمح لمجالس الإدارة بأن تزود المديرين بالمال نقداً لا على شكل هبات عينية[54]. وفي الواقــع فإن أجور العقــود الاستشارية هي في الأساس جزء مــن تعويضات نهاية الخدمة، موزعة على دفعات، ومقنّعة في هيئة أجور تدفع لقاء عمل يقوم به المدير بعد تقاعده.

إذا كانــت أجور هــذه العقود الاستشارية مجــرد وجه من وجوه التعويضــات النقدية في نهايــة الخدمة، فما هي ميزة وضعها في إطار عقود استشارية؟ إن هذه التعويضات النقدية فضــلاً عن كونها لا تظهر في جداول التعويضات المعلنة، فإن تمويهها كأجور تدفع للمديرين لقــاء خدماتهــم الاستشارية يخفي طبيعتهــا الحقيقية كجزء من تعويضــات نهاية الخدمة التي تهــدف في الأساس إلى زيادة حجم التعويضات الكلي التي يحصل عليها المديرون لقاء عملهــم قبل التقاعد. قد يعتقد بعض المراقبون بــأن المديرين العامين المتقاعدين سيقدمون فعلاً نصائح واستشارات قيمة لخلفائهم، ولذلك فهم ينظرون إلى هذه التعويضات بصفتها مسوغــة ومنصفــة لقاء ما يقدمه أولئك المديرون من خدمات ثمينــة بعد تقاعدهم. إلا أننا لسنا بحاجة لأن نذكر أولئك المراقبين بأن هذه العقود الاستشارية لا تربط على الإطلاق بين

ما يتلقاه أولئك المديرون المتقاعدون من أجور وما يقدمونه من إسهام في تعظيم قيمة أسهم شركاتهم، لا قبل تقاعدهم ولا بعده.

فصل الأجر عن الأداء

على الرغم من أن الفصول اللاحقة ستناقش بشيء من الإسهاب مشكلة عدم وجود رابط قوي بين الأجر والأداء في ظل ما هو سائد من ممارسات متعلقة بأمور التعويضات التي تقدم للمديرين، فإن من الجدير ذكره هنا أن المكاسب التقاعدية التي ناقشناها في هذا الفصل مستقلة إلى حد بعيد عن أداء أولئك المديرين. فصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين تقدم لهم من حيث تصميمها بعض العوائد الإضافية على تعويضاتهم النقدية، وذلك بغض النظر تماماً عن أدائهم الفعلي. كما أن التعويضات المؤجلة تمنح المديرين قيمة إضافية عبر زيادة دخلهم على نحو معفى من الضرائب وبمعدلات تفضيلية لا ترتبط عادة لا من قريب ولا من بعيد مع أدائهم الفعلي. وعلى نحو مشابه فإن هبات ما بعد التقاعد والعقود الاستشارية التي يحصل عليها المديرون بعد تقاعدهم عادة ما يجري الاتفاق عليها وتثبيتها سلفاً دون أي ربط بالأداء المستقبلي للمديرين.

قد يقول قائل: إن المكاسب التقاعدية هذه إنما تأتي نتيجة مفاوضات موضوعية مهنية على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة؛ لأنها تقدم وسيلة لمنح المديرين تعويضات غير مرتبطة بالأداء بطريقة أكثر كفاءة من الناحية الضريبية من زيادة الأجور السنوية المتفق عليها؛ إذ إن المادة 162(m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية تحدد عتبة مليون $ لكل مدير كحد أعلى لمجموع التعويضات السنوية غير المرتبطة بالأداء التي يمكن إعفاؤها من ضريبة الدخل. تعمد الشركات إلى الالتفاف حول هذه القيود المفروضة على إمكانية الاستفادة من الخفض الضريبي عن طريق منح المدير التعويضات غير المرتبطة بالأداء بعد تقاعده، في وقت لا تعود تلك القيود مفروضة التطبيق. لو كان من المجدي فعلاً، لسبب أو لآخر، أن يتم منح المديرين هذا الحجم الكبير من التعويضات غير المرتبطة بالأداء، لكان هناك تفضيل ضريبي للقيام بذلك من ضمن رزمة المكاسب التقاعدية لا على هيئة أجر نقدي إضافي. إن تمرير القيمة الإضافية للمديرين عبر قنوات المكاسب التقاعدية لا يبقي

تلك القيمة في منأى عن مراقبة حملة الأسهم فحسب، بل في منأى أيضاً عن تطبيق المادة 162(m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية.

لو سلمنا جدلاً بجدوى منح المديرين حجماً كبيراً وثابتاً من التعويضات غير المرتبطة بالأداء، فإنه من مصلحة حملة الأسهم بالطبع أن يتم تطبيق الخفض الضريبي على كامل تلك التعويضات. لذلك قد يفضل حملة الأسهم، في حال لم تكن أمامهم أي خيارات أخرى، أن يتم دفع معظم تعويضات المديرين غير المرتبطة بالأداء بعد تقاعد المديرين، حيث لا تعود المادة 162(m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية قادرة على تقييد حجم التعويضات الذي يخضع للخفض الضريبي. غير أن السؤال الأهم يتجلى فيما إذا كان من المجدي فعلاً منح المديرين ذلك الحجم الكبير من الأجر غير المرتبط بالأداء. إن ما تقدمه المكاسب التقاعدية من إمكانيات تمويهية كبيرة لا يقتصر فقط على جعل حجم التعويضات الكلي في جداول التعويضات المعلنة يبدو أصغر مما هو عليه فعلاً، بل إن المكاسب التقاعدية تخفي أيضاً الحجم الحقيقي للجزء غير المرتبط بالأداء من تلك التعويضات وتجعله يبدو أصغر مما هو عليه في الواقع.

9 قروض المديرين

في 31 كانون الأول/ديسمبر 1998، تضمنت لائحة القروض المضمونة من شركة كونسيكو (الممنوحة لكبار الموظفين والمديرين) الأسماء والقيم الآتية: للسيد هيلبرت 106،982،175$؛ للسيدة غونيو 29،362،942$؛ للسيد ديك 51،259،296$؛ للسيد كوس 7،872،996$؛ للدكتور ديكاتشر 17،539،752$؛ وللسيد غونغاوير 24،871،750$ ...

التصريح الإعلامي الموجه لمسهمي
شركة كونسيكو عام 1999

على الرغم من أنه لم يعد مسموحاً للشركات المسهمة العامة في الوقت الراهن أن تمنح القروض لمديريها، فإن ممارساتها السابقة في هذا المجال تشكل خير مثال على عمليات التمويه والخداع التي كانت تجري في داخلها.

فلقد جرى استعمال القروض المقدمة للمديرين غطاءً لمنحهم حجماً كبيراً من التعويضات غير المرتبطة بالأداء بطريقة لا تثير انتباه المراقبين الخارجيين.

الانتفاع من القروض

كانت الشركات في الماضي تمنح القروض بكثرة لمديريها وكبار موظفيها أو تضمن لهم تقديم تلك القروض من قبل طرف ثالث[1]. وكانت غالبية تلك القروض تقدم دون كفالة أو فقط بكفالة ملكية أسهم الشركات عينها. إضافة إلى ذلك كانت فوائد غالبية القروض أخفض من الفوائد السائدة في السوق، حتى إن نسبة كبيرة منها كانت تمنح دون فائدة. وفضلاً عن ذلك كله كان العديد من تلك القروض يُشطب نهائياً.

حينما تقدمت شركتا وورلد كوم و كمارت وغيرهما من الشركات التي كانت تمنح مديريها قروضاً ضخمة بطلبات إعلان إفلاسها عام 2002، بدأت سمعة القروض تنحدر وتتخذ منحى سلبياً في الرأي العام. هذا ما دعا مجلس النواب إلى تضمين قانون ساربنس–أوكسلي الصادر عام 2002، حظراً يمنع الشركات من منح القروض لمديريها وكبار موظفيها إلا في حالات استثنائية ونادرة جداً[2]. غير أنه جرى استثناء القروض الجارية من ذلك الحظر. كنتيجة لذلك استمر المديرون في قطف المكاسب بمليارات الدولارات من قروضهم الجارية حتى بعد دخول ذلك القانون حيز التنفيذ[3]. وعلى الرغم من أن منح القروض لم يعد في الوقت الراهن خياراً متاحاً أمام الشركات تقدم عبره التعويضات لمديريها، إلا أن الإقبال الكبير على منح القروض في الماضي يقدم لنا خير دليل على أن المديرين ومجالس الإدارة يميلون إلى اختيار تلك الصيغ تحديداً من أشكال التعويضات التي تسمح بالقدر الأكبر من التمويه والخداع.

يعد القرض الذي منحته شركة وورلد كوم لمديرها العام برنارد إبرس من أكثر القروض التي ذاع صيتها وتناولتها الأقلام والألسن بالنقد[4]. في المدة الممتدة بين أيلول/سبتمبر عام 2000، وبداية عام 2002، منحت شركة وورلد كوم مئات ملايين الدولارات –ما يعادل نحو 20 بالمئة من النفقات النقدية في ميزانية الشركة– على نحو مباشر أو غير مباشر للسيد إبرس كقروض دون كفالة، وذلك لمساعدته على تسديد دين هامشي في حسابه الخاص المرتبط بنشاطه كسمسار. بمقابل ذلك التزم إبرس بألا يبيع حصته من أسهم الشركة. مُنحت تلك القروض للسيد إبرس بفائدة عائمة تراوحت بين 2.15 بالمئة و 2.35 بالمئة، وهي أقل بوضوح من الفوائد التي كانت سائدة في ذلك الحين بالنسبة للحسابات ذات الهوامش الكبيرة –فشركة تشارلز شواب على سبيل المثال كانت تفرض فائدة قدرها 5.75 بالمئة على القروض ذات الهوامش الكبيرة– وذلك على الرغم من أن القروض التي منحت للسيد إبرس كانت من دون كفالة، بخلاف القروض الهامشية المثقلة بفائدة كبيرة التي كانت تتطلب تقديم ما يضمن تسديدها.

عندما ترك إبرس شركة وورلد كوم كان ما يزال مديناً لها بمبلغ قدره 408 ملايين $. ووفقاً لترتيبات إنهاء خدمته، فقد أُمهل حتى عام 2008، لكي يرد ديونه للشركة. لكنه من المرجح

ألا يـرد سوى جزء يسير من ذلك المبلغ الضخم. فبعد إعلان شركة وورلد كوم إفلاسها غدت حصــة إبرس التي التزم عــدم بيعها عديمة القيمة تقريباً، ولذلــك لم ولن يتمكن من تسديد الأقساط المستحقة عليه وفق الترتيبات المذكورة آنفاً[5]. لو كان إبرس قد استدان قرضاً نظامياً مــن شركــة سمسرة أو مقاولات وبفائدة مرتفعة، لما حل بالمقرض ذلك القدر السيئ الذي حل بشركــة وورلد كوم. فالمقرضــ العادي كان سيضع يده على كفالــة المقترض، وهي حصته من أسهــم شركته، ويبيعها لتغطية القرضــ في الوقت المناسب حين كان سعر تلك الأسهم لا يزال مرتفعاً بما يفي بالغرض.

بالطبــع هناك أمثلــة أخرى عن شركات منحت مديريها قروضــاً ضخمة أو ضمنت لهم مثــل تلك القروض. ففي عــام 1999 على سبيل المثال قدمت شركــة كونسيكو لمديرها العام ضمانــات بمنحه قروضاً بقيمة 175 مليون $ كما ضمنت للمديرين الآخرين منحهم قروضاً بلغ مجموعها 375 مليون $، وذلك لتمكينهم من شراء حصص لهم في ملكية أسهم الشركة. وعندمــا خســرت تلك الأسهــم معظم قيمتهــا في السوق لاحقــاً[6]، لجأت الشركــة إلى منح مديريها قروضاً إضافية بمئات الملايين من الدولارات بغية تمكينهم من دفع فوائد القروض الأولى[7]. بلــغ حجــم القروض الممنوحة للمديرين حــداً فاق معه صافي أربــاح الشركة للعام 1997، والذي كان قد بلغ 567 مليون$ [8]. وقد بقيت مئات ملايين الدولارات من تلك القروض حتى منتصف عام 2004 غير مسددة[9]. وعلى نحو مشابه ضمنت شركة كومديسكو لمديريها قروضاً بأكثر من 100 مليون $ بغية تمكينهم من شراء حصص لهم في ملكية أسهمها، التي انخفض سعرها فيما بعد على نحو عمودي إلى القاع[10]. كذلك أقرضت شركة تايكو مديرها العام مبلغ 62 مليون $ تعويضاً له عن «تكاليف انتقال مقر عمله».

علــى الرغم من أن غالبية القروض الممنوحــة لمديري باقي الشركات كانت أصغر حجماً من القروض التي منحتها شركات وورلد كوم أو كونسيكو أو كومديسكو أو تايكو، إلا أنه مما لا شــك فيه أن تلك الممارسة كانــت واسعة الانتشار. فقد خلصــت دراسة قامت بها «مكتبة الشــركات»، وهــي شركة أبحــاث مستقلــة، إلى أن أكثر من 30 بالمئة من أكــبر 1500 شركة في أمريــكا كشفت في بياناتهــا الاقتصادية التقويمية للعام 2002، أنهــا قد منحت مديريها قروضــاً نقديــة[11]، بلغ متوسط حجــم كل منها 11 مليــون $. كما أظهرت تلــك الدراسة أن

مجموع المديونية الداخلية في تلك الشركات على هيئة قروض بلغ 4.5 مليارات ونصف المليار $. ومع أن الكثير من تلك القروض النقدية جرى ربطها بشراء أسهم الشركة المانحة، إلا أن عدداً كبيراً منها صرف لأغراض أخرى، مثل تحسين ظروف المعيشة أو بهدف الاستثمار في أسهم الشركات الأخرى في السوق وما إلى ذلك من الأغراض التي من الواضح أنها لا تمت إلى العمل في الشركة المانحة بأي صلة. فضلاً عن ذلك فإن أكثر من 25 بالمئة من الشركات التي كشفت أنها منحت القروض لمديريها لم تكلف نفسها عناء ذكر الأغراض التي من أجلها منحت تلك القروض[12].

هل منح القروض يندرج ضمن إبرام العقود على مطال الذراع؟

إن غالبية الموظفين يقصدون البنوك، لا أرباب العمل، من أجل الاقتراض. ومما لا شك فيه أن الشركات كانت ستؤدي دور البنك بالنسبة لجميع موظفيها، وليس فقط بالنسبة للمديرين، لو كانت قادرة فعلاً على القيام بذلك بكفاية وفاعلية أكبر من البنوك. وأغلب الظن أن الشركات لا تؤدي ذلك الدور على نحو منتظم لأنها ببساطة لا تملك أي أفضلية تنافسية على البنوك الخارجية في تقديم الخدمات المصرفية. وبالفعل فقد خلصت كاثلين كايل و كولديب شاستري في دراسة لهما إلى أن غالبية الشركات التي تقدم القروض لمديريها تتحمل تكاليف إقراض أعلى من تكاليف الإقراض التي يتحمّلها المقرضون التقليديون[13]. ولما كان الاقتراض من المصارف ميسراً للمديرين بدرجة تيسره نفسها لباقي الموظفين على الأقل، فإنه من غير المتوقع أن تلجأ الشركات، التي تتعاقد مع مديريها وموظفيها وفق مبدأ المساومة على مطال الذراع، إلى تقديم القروض للمديرين دون باقي الموظفين.

زهاء 40 بالمئة من القروض تقدم للمديرين بهدف تمكينهم من شراء المزيد من أسهم شركاتهم[14]. وعادة ما يحاجَج بأن إقراض المال للمديرين بفوائد تفضيلية من أجل تحقيق ذلك الهدف يصب في صالح حملة الأسهم، وذلك عبر جعل مصلحة المديرين تتفق ومصلحة حملة الأسهم. لكن، حتى لو كان تقديم الحوافز المالية للمديرين لاقتراض المال وشراء حصص أكبر في شركاتهم أمراً مطلوباً، فإنه ليس من الضروري أن تقوم الشركات نفسها بتقديم تلك القروض.

لنفترض على سبيل المثال أن شركة ما ترغب في تشجيع مديرها على استدانة قرض بقيمة مليون $ لتمكينه من شراء حصة له من أسهم الشركة. بوسع الشركة تحقيق ذلك عن طريق إقراض المدير ذلك المبلغ من المال مباشرة بفائدة أدنى من السوق بنقطتين مئويتين على سبيل المثال. لكنها، وكبديل لهذا الأسلوب، تستطيع أيضاً أن تجعل المدير يقترض ذلك المبلغ من السوق وبالفائدة السائدة، وتأخذ ببساطة على عاتقها أن تدفع له كل عام ما يكافئ فائدة مقدارها 2 بالمئة من قيمة القرض حتى الانتهاء من تسديده. من الواضح أن الأسلوب الثاني يقدم الحوافز الاقتصادية ذاتها التي يقدمها الأسلوب الأول، لكن دون حاجة الشركة للانغماس في عملية الإقراض التي لا تقع ضمن نطاق عملها أو اختصاصها.

لكن اللافت أن الشركات التي تقدم القروض لمديريها من أجل تمكينهم من شراء حصص لهم في ملكية أسهمها لا تتخذ في أحسن الأحوال سوى القليل من الخطوات الكفيلة بمنع أولئك المديرين من بيع ما كانوا يمتلكونه من أسهم الشركة قبل الاقتراض. وكنتيجة لذلك وجدت الدراسة التي قامت بها كايل و شاستري أن قرضاً يمكّن المدير من شراء 100 سهم من أسهم شركته لم يزد حصته الفعلية منها وسطياً سوى بثمانية أسهم لا غير[15]. لا شك أن نتيجة كهذه تجعل من الصعب تسويغ إجراء منح القروض، بصفته أداة فاعلة لزيادة حصة المدير في ملكية أسهم الشركة.

تمويه نسب الفوائد المدعومة

إن معدلات الفوائد التفضيلية التي عادة ما تلازم القروض المقدمة للمديرين تشكل بحد ذاتها تعويضات إضافية لا يحصلون عليها في حال اقتراضهم من البنك وفق أسس التفاوض على مطال الذراع، فحينئذ من المفترض أن يدفعوا الفائدة السائدة في السوق. لكن 50 بالمئة من الشركات التي تقدم القروض لمديريها تقدمها دون فوائد على الإطلاق، وما تبقى من الشركات لا تفرض على القروض سوى سويات فائدة منخفضة على نحو واضح عن السويات السائدة في السوق. إن الفارق بين معدل الفائدة في السوق ومعدل الفائدة المفروضة على القروض الممنوحة من قبل الشركات يشكل تعويضاً جارياً يدفع للمديرين ويثقل كاهل الشركات إلى أن يتم تسديد تلك القروض.

غير أن ذلك التعويض في كثير من الأحيان لا يظهر على نحو كامل في جداول التعويضات المعلنة التي تحظى عادة باهتمام المراقب الخارجي. تلزم القوانين السائدة الشركات بنشر الفارق بين معدل الفائدة المفروض على القروض الممنوحة للمديرين ومعدل الفائدة السائد في السوق ضمن عمود «التعويضات السنوية الأخرى» من جدول التعويضات المعلنة. غير أن هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية لم تحدد بوضوح معنى تعبير «معدل الفائدة السائد في السوق»، ولذلك لجأت الشركات إلى استعمال هذا الغموض غطاءً لإغفال ذكر حجم الدعم الناتج عن تخفيض معدل الفائدة -كلياً أو جزئياً- من جداول تعويضاتها المعلنة.

لقد أغفلت شركة وورلد كوم على سبيل المثال من جداول تعويضاتها المعلنة الأرباح الضمنية التي كانت تقدمها لمديرها العام السيد إبرس على صورة خفض معدل الفائدة المفروض على القروض الممنوحة له، على الرغم من أن معدل الفائدة المفروضة كان أقل بوضوح من معدل الفائدة السائد في السوق على القروض الهامشية. وقد بررت الشركة لاحقاً إغفالها ذاك بأنها قد لجأت، ولأسباب لها علاقة بالتبسيط، إلى اعتبار فائدة القروض العائمة هي الفائدة السائدة في السوق، حيث كانت الشركة تقترض بتلك الفائدة من أحد مصادر اقتراضها. لقد لجأت شركة وورلد كوم إلى هذه الحيلة من أجل إغفال مكاسب ممنوحة للسيد إبرس بملايين الدولارات كل عام وعدم ذكرها في جداول تعويضاتها المعلنة.

يذكر أن قوانين الضرائب تلزم المديرين الإعلان عن الأرباح الضمنية التي تؤول إليهم من القروض التي يحصلون عليها بفوائد أخفض من الفوائد السائدة في السوق، وتلزمهم أيضاً بدفع الضرائب المترتبة عليها. وتحدد إدارة الإيرادات الضريبية الداخلية في الولايات المتحدة تلك الأرباح انطلاقاً من الفرق بين ما يدفعه المديرون فعلاً من فوائد لشركاتهم المانحة للقروض وما يجب أن يترتب على تلك القروض من فوائد إذا ما أُخذ معدل الفائدة المعدل الفدرالي الذي تحدده لوائح إدارة الإيرادات الضريبية الداخلية وفقاً لخصائص القرض الممنوح. لسوء الحظ فإن هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية لم تحذ حذو إدارة الإيرادات الضريبية الداخلية في تحديد المقصود بمعدل الفائدة السائد في السوق

بهذا الوضوح، الأمر الذي منح الشركات إمكانية استغلال هذا الغموض لإغفال أرباح المديرين الضمنية الناتجة عن نسب الفوائد المدعومة وعدم ذكرها في جداول تعويضاتها المعلنة، وهي أرباح يجب على المديرين ذكرها في تصاريحهم الضريبية الخاصة التي يقومون بتقديمها بغية استرداد جزء من ضرائب دخلهم التي يدفعونها.

صحيح أن تلك القروض الممنوحة للمديرين وشروط منحها كانت تذكر عادة كجزء من المعلومات التي تصرح بها الشركة في ملفاتها المقدمة لهيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية لدى تسجيل المعاملات التجارية الخاصة بأطراف على علاقة بالشركة، غير أن الشركات عموماً لم تكن مجبرة على التصريح بقيمة تلك القروض الضخمة الممنوحة للمديرين في جداول تعويضاتها – أو في أي موضع آخر من سجلاتها العامة.

إعفاء المديرين من تسديد القروض

لقد أدى إعفاء المديرين من تسديد قروضهم إلى زيادة أرباحهم الضمنية التي تموهها القروض الممنوحة لهم[16]. فالمدير الذي يقترض المال من البنك سيكون مجبراً على تسديد القرض وفوائده وإلا فإنه سيواجه خطر مصادرة البنك لممتلكاته. لكن من غير المستغرب أن تكون الشركات، عندما تقدم القروض لمديريها، أكثر ليونة معهم من البنوك. فأكثر من 25 بالمئة من الشركات التي قدمت في بياناتها الاقتصادية المعلنة معلومات حول ما إذا كانت تطلب من مديريها تسديد القروض أم لا، أشارت إلى أنها قد أعفت مديريها من تسديد قروضهم في الماضي أو أنها تعفيهم من ذلك في الوقت الراهن[17].

ووفق التقديرات فإن قروضاً مجموعها نحو مليار $، جرى منحها قبل دخول قانون ساربنس – أوكسلي عام 2002 حيز التنفيذ، سيجري إعفاؤها من التسديد في نهاية المطاف، إما أثناء وجود المديرين في مناصبهم وإما بعد انتهاء خدماتهم[18]. ومن الملفت أن الشركات عندما تعفي مديريها من تسديد قروضهم، فإنها عادة ما تزيد على ذلك بأن تقدم لهم مبالغ نقدية كبيرة من أجل تسديد ضرائب الدخل المترتبة على عملية الإعفاء هذه إضافة إلى ما يترتب على عملية تقديم المبالغ النقدية من ضرائب أخرى[19].

في كثير من الأحيان كانت الشركات تلتزم صراحة منذ توقيع العقود مع مديريها بأنها ستعفيهم من تسديد القروض التي ستمنحهم إياها، كلياً أو جزئياً، وذلك شريطة تحقيق بعض المطالب، على شاكلة أن يبقى المديرون في مناصبهم مدة محددة من الزمن. إن الحوافز التي تقدمها «قروض الاحتفاظ» هذه للمديرين هي في معظمها غير مرتبطة بأدائهم؛ إذ إن كل ما يجب على المديرين فعله هو بقاؤهم في مناصبهم. إضافة إلى ذلك فإن تلك القروض تمثل فرصة مناسبة لإخفاء المزيد من التعويضات. إن تلك المبالغ النقدية الضخمة المقدمة للمديرين لم تكن تذكر في جداول التعويضات في وقت منحها، بل في وقت لاحق عندما يتم الإعفاء رسمياً (وهو ما يحدث عادة في السنة الأخيرة من خدمة المديرين). فضلاً عن ذلك فإن الشركات لم تكن تصرح عن تلك الأموال بوصفها جزءاً من الأجر أو الراتب، وهو ما يعبر صراحة عن حقيقة عدم ارتباط تلك الأموال بالأداء، بل كانت تدرجها تحت بند «تعويضات سنوية أخرى»، ما يترك الأمر غامضاً وضبابياً.

لما كانت القروض تمنح بغرض تمكين المديرين من شراء حصص في ملكية أسهم الشركة المانحة، فإنه من المحتمل أن يتم التفاهم الضمني بين الشركة والمديرين على أن يُعفى المديرون من تسديد القروض في حال تدهور أسعار الأسهم على نحو كبير (أو أن تحجم الشركة على الأقل عن مطالبة المديرين بتسديد أقساط القروض ما دامت أسعار الأسهم منخفضة). إن ترتيباً كهذا يشبه من حيث النتيجة ترتيباً آخر أكثر منه كفاءة من الناحية الضريبية، يعتمد منح المديرين خيارات لشراء الأسهم بسعر استخدام إجمالي يساوي قيمة القرض. أما من منظار القدرة على التمويه فهنالك فرق أساسي بين الترتيبين كان يتمثل في أن منح الخيارات كان يجب أن يدوّن في جداول التعويضات المعلنة في حين لم يكن ذلك ينطبق على منح القروض.

يمكننا القول إذاً إن الشركات استطاعت عبر وسيلة منح القروض أن تقدم لمديريها مزايا اقتصادية مشابهة لتلك التي كانت تقدمها خيارات الأسهم، لكن من دون أن تظهر قيمة تلك المزايا في جداول التعويضات المعلنة والمكشوفة تماماً على جمهور المراقبين والمهتمين.

وهكذا، فإن ارتفع سعر الأسهم، تمكن المدير من تسديد قرضه وتحقيق المكاسب دون وجوب تدوينها في جداول التعويضات. وفي حال بقيت أسعار الأسهم دون قيمة القرض وجرى إعفاء المدير في الواقع من تسديد القرض، فإن القيمة المعفاة لا تظهر في جداول التعويضات إلا في سنة إقرار الإعفاء. ولما كان الإعفاء غالباً ما يحدث بعد ترك المدير للشركة، فإن إدراج القيمة المعفاة في جداول التعويضات يحدث في وقت من المرجح أن يكون المدير قد غدا فيه غير آبه بسخط حملة الأسهم الذي سيثيره خبر الإعفاء.

تمويه عملية بيع الحصص

إضافة إلى كل ما سبق من أشكال استعمال القروض أداة لممارسة التمويه والخداع، كانت القروض تستعمل أيضاً غطاءً لإخفاء حجم عمليات بيع الحصص التي كان يقوم بها المديرون. وهكذا اعتاد المئات من المديرين كل عام على إجراء عمليات مقايضة تم بموجبها تسديد القروض عبر بيع الحصص[20].

قبل دخول قانون ساربنس-أوكسلي لعام 2002، حيز التنفيذ كان يجب على المديرين الذين يبيعون حصصهم في السوق أن يعلنوا عن ذلك قبل اليوم العاشر من الشهر الذي يلي عملية البيع. أما عندما كان المديرون يبيعون حصصهم لشركاتهم مباشرة تسديداً لقروضهم، أي عندما كانوا يجرون عمليات مقايضة، فإنهم لم يكونوا ملزمين الإعلان عنها حتى اليوم الخامس والأربعين من السنة المالية التالية للسنة التي جرت فيها عمليات المقايضة. بهذا تكون القروض قد وفرت غطاءً سمح للمديرين بإخفاء عمليات بيع حصصهم لمدد قاربت سنة كاملة[21]. ومن أكثر تلك الحالات شهرة وأسوئها سمعة ما قام به دينيس كوزلوفسكي مدير عام شركة تايكو؛ إذ باع حصته من أسهم الشركة التي كان يديرها بقيمة 70 مليون $ للشركة ذاتها، لكي يسدد بجزء من تلك الأموال قروضه لديها، على الرغم من استمراره في الادعاء علناً بأنه لم يبع من أسهمه في شركة تايكو سوى القليل القليل[22]. لم يتم كشف عملية البيع هذه إلى العلن إلا بعد وقت طويل، بعد أن كانت أسهم الشركة قد انخفضت على نحو كبير.

الجزء

الثالث

فصل الأجر عن الأداء

10 التعويضات القائمة على غير حقوق الملكية

ثمانون بالمئة من النجاح هو مجرد نجاح ظاهري.

- وودي ألن

لقد أدى التأثير الكبير الذي يتمتع به مديرو الشركات في آلية تحديد مرتباتهم الخاصة إلى حصولهم على تعويضات مالية أكبر كثيراً مما كانوا سيحصلون عليه في مفاوضات موضوعية على مطال الذراع مع أصحاب الشركات تأخذ بالحسبان الخدمات الفعلية التي يقدمها المديرون لشركاتهم. ولعل الأهم من ذلك أنهم، أي المديرون، قد وظفوا سلطتهم لإبرام عقود تضمن لهم أجوراً مرتفعة حتى عندما يكون أداؤهم سيئاً - وهي ترتيبات تضعف الرابط بين التعويضات المالية والأداء، وتؤدي في بعض الأحيان إلى نشوء حوافز هدامة تقف عائقاً أمام تحسين الأداء. إن مسألة فشل برامج وخطط التعويضات في تحفيز المديرين في الاتجاه المطلوب هو ما سنركز عليه في هذا الجزء من الكتاب.

صحيح أن المفاوضات على مطال الذراع بين المديرين وأصحاب الشركات قد تفضي إلى رزم ضخمة من التعويضات لصالح المديرين، بيد أن تلك الرزم يجب أن تهدف إلى تحفيز أولئك المديرين فعلياً للعمل على خلق القيمة وتعظيم رأس المال[1]. وبالفعل فقد دافع الخبراء عن النمو الكبير في حجم تعويضات المديرين، وجرى تصويره على أنه تطور إيجابي وعلى أنه أمر ضروري لتحقيق التوافق بين مصلحة المديرين ومصلحة حملة الأسهم. بيد أن المشكلة تكمن في أن الأموال الطائلة التي يدفعها حملة الأسهم على صورة تعويضات مالية مقدمة للمديرين لا تُؤتي أُكلها ولا تحفز المديرين لتحسين أدائهم الفعلي بالقدر المتوخى. إن جزءاً كبيراً من التعويضات التي تدفع للمديرين، سواء تلك التي تستند إلى حقوق الملكية

أم تلك القائمة على غير حقوق الملكية، لا يرتبط على الإطلاق بأداء المديرين، وفي أحسن الأحوال يرتبط به ارتباطاً ضعيفاً.

سنرى في فصول لاحقة أن تعويضات المديرين التي تستند إلى حقوق ملكية الأسهم والخيارات هي في الواقع أقل ارتباطاً بأداء المديرين مما كان متوقعاً. لكننا سننظر أولاً إلى الجزء الأكبر من تعويضات المديرين وهو الجزء القائم على غير حقوق الملكية – أي تلك التعويضات التي لا ترتبط بالتغيرات التي تطرأ على سعر سهم الشركة في السوق. على الرغم من أن الجزء القائم على حقوق الملكية من تعويضات المديرين قد تضخم على نحو ملحوظ في العقد المنصرم واستحوذ على القسط الأكبر من الاهتمام والنقد، فإن التعويضات القائمة على غير حقوق الملكية لا تزال تشكل جزءاً أساسياً من حجم التعويضات الكلي. ففي عام 2002، على سبيل المثال بلغ متوسط المبالغ المدفوعة للمديرين العامين في الخمس مئة شركة الأكبر في أمريكا والمدرجة على لائحة إس & بي 500 أكثر من مليوني دولار أمريكي على هيئة رواتب ومكافآت[2].

كما سنرى لاحقاً، هناك أسباب كثيرة تجعل تعويضات المديرين القائمة على غير حقوق الملكية في جزئها الأكبر قليلة الفاعلية في تحفيزهم لتحسين أدائهم. فعادة ما يتلقى المديرون الذين يؤتى بهم من خارج الشركة حتى قبل دخولهم إلى مكاتبهم مكافآت ضخمة على هيئة «هدايا ترحيبية ثمينة». وأثناء عملهم قد يكافؤون بزيادة مرتباتهم وحتى بمكافآت تصرف لهم بكرم شديد لمجرد أن تحقق الشركة أرباحاً ليست بالضرورة ثمرة لجهودهم، وفي كثير من الحالات قد لا يكون لهم أي فضل في تحقيقها على الإطلاق. ومع أن الغرض من منح المكافآت إنما يتمثل في تشجيع وتحفيز المديرين على الأداء الجيد، نجد أن المكافآت كثيراً ما تمنح على نحو روتيني، حتى إنها قد تمنح في بعض الأحيان لمديرين كان أداؤهم سيئاً.

إضافة إلى المكافآت غير المرتبطة بالأداء يستفيد المديرون من العديد من أشكال التعويضات المخفية، على غرار التعويضات المرتبطة بالتقاعد وكذلك القروض التي يجري التعامل معها على نحو مستقل إلى حد بعيد عن سوية الأداء الفعلي. كما إن الترتيبات السخية لتعويض نهاية الخدمة أسهمت أيضاً في تفاقم ظاهرة فك الارتباط بين الأجر والأداء. في المحصلة، مع أن قوانين الضرائب تجعل منح المديرين تعويضات غير مرتبطة بالأداء بحجم

يفوق المليون دولار أمريكي في العام أمراً مكلفاً، إلا أن الشركات قد ابتكرت طرقاً ووسائل مختلفة لتفادي تلك القيود والالتفاف حول روحيتها. ومع الفشل المؤكد لقوانين الضرائب في فرض سقف المليون دولار أمريكي سنوياً على الدخل غير المرتبط بالأداء، يمكن القول إن السويات التي تصل إليها تلك الأجور والتعويضات أعلى مما هو متوقع بكثير.

ثمار المصادفة في الأجر والمكافآت

تقضي الرؤية الاقتصادية الصحيحة القائمة على مبدأ تقديم الحوافز الفاعلة للموظفين والعاملين بأن يكافأ المديرون أيضاً على أدائهم الجيد. بيد أنه يجب علينا قياس سوية أداء المديرين بالمقارنة مع أداء نظرائهم. فليس هناك أي قيمة تحفيزية في مكافأة المديرين على ارتفاع سعر سهم الشركة في سوق البورصة أو على ازدياد أرقام إيراداتها المحاسبية، إذا لم يكن ذلك الارتفاع أو الازدياد ثمرة لجهود المديرين أو نتيجة لقراراتهم بل كانا مجرد انعكاس لتغيرات عامة تشمل السوق أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة أو مجرد نتيجة لأمور تحدث بمحض المصادفة.

وإذا ما أريد لأجور المديرين والعلاوات والمكافآت الممنوحة لهم أن تؤدي دورها في تحفيزهم في الاتجاه المرجو، فلا بد من ربط قيم تلك الأجور والعلاوات بالأداء الفعلي للمدير المعني، وذلك بالقياس إلى أداء نظرائه في القطاع الاقتصادي ذاته مأخوذاً في المدة الزمنية المحددة. ولكي يكون نظام المكافآت فاعلاً يجب أن يكافئ المدير فقط على إسهاماته الفعلية في رفع السوية الدنيا لأداء الشركة في مدة زمنية محددة.

لم تنجح حتى الآن جميع الدراسات التجريبية التي أجريت على أرض الواقع في إيجاد علاقة ارتباط قوية ودائمة بين التعويضات المالية التي تمنح للمديرين -على شكل أجر ومكافآت- وسوية أدائهم الفعلي مقارنة بأداء نظرائهم في القطاع الاقتصادي ذاته. ومع أن مثل تلك العلاقة كانت قائمة بوجه أو بآخر في الثمانينيات من القرن الماضي، إلا أنها لم تكن قائمة لا في السبعينيات ولا في التسعينيات منه[3]. هذه الحقائق تدل على أن التعويضات المالية التي كانت تمنح للمديرين كانت في أحسن الأحوال مرتبطة ارتباطاً ضعيفاً ومرحلياً بأدائهم الفعلي.

وبينما يشكل ربط الأجر المدفوع للمديرين بأدائهم النسبي حافزاً حقيقياً يدفعهم فعلاً نحو تحسين أدائهم، فإن ربط الأجر بالتغيرات التي تطرأ على سعر سهم الشركة في سوق البورصة أو على أرقام إيراداتها المحاسبية بغض النظر عن الجهود الفعلية التي يبذلها المديرون لا يمكن أن يشكل ذلك الحافز المطلوب. وفي حين يتوقع المرء ربط الأجر بالأداء الفعلي للمديرين عندما تكون عقودهم نتيجة لمساومة على مطال الذراع بينهم وبين مجلس الإدارة، فإن ربط أجر المديرين بالتغيرات التي تطرأ على سعر سهم الشركة التي لا علاقة لها بأدائهم هو نتيجة مباشرة للتأثير الذي يتمتع به المديرون أنفسهم في آلية تحديد مرتباتهم ومكافآتهم. يتخذ المديرون النافذون في الإدارة تحقيق الشركة لأي مكاسب في السوق، ولو لم تكن ثمرة جهودهم الخاصة، فرصة وذريعة لإقرار زيادة في التعويضات التي يتقاضونها. فإذا ارتفع سعر سهم الشركة أو ارتفعت قيم إيراداتها، فإن الإدارة الواقعة تحت نفوذ المديرين ستجد في ذلك الارتفاع مسوغاً مريحاً لكي تمنح المديرين زيادة في أجورهم ومكافآتهم. إضافة إلى ذلك فإن ارتفاع سعر السهم يجعل حملة الأسهم أقل ميلاً لمعارضة زيادة أجور المديرين وفي بعض الأحيان قد لا يلاحظون تلك الزيادة أصلاً. في الواقع هناك دلائل واضحة على أن التعويضات النقدية التي يتقاضاها المديرون العامون ترتبط ارتباطاً قوياً بارتفاع أسعار الأسهم في سوق البورصة عموماً[4].

إلى جانب الدراسات التي تدل على ارتباط تعويضات المديرين بما يحدث في السوق عموماً، هناك دراستان اثنتان تظهران بوضوح أن الزيادة في التعويضات النقدية التي يتقاضاها المديرون ترتبط أيضاً بثمار المصادفة (أي الأرباح غير المتوقعة) التي تحصدها الشركة المعنية إما بسبب ظروفها الخاصة وإما لأسباب لها علاقة بالقطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة بوجه عام. لقد بحثت الدراسة الأولى التي أجراها أوليفر جين بلانشارد، و فلورنسيو لوبز دي سيلانس و أندري شلايفر[5] في الآليات التي اعتمدتها 11 شركة مختلفة للتصرف بالأموال التي استردتها من جرّاء إقفال أو ربح عدد من الدعاوى القضائية. لم يكن للعدد الأكبر من تلك القضايا أي علاقة بالنشاطات الحالية للشركات، كما لم يكن للمديرين الحاليين في العدد الأكبر من الحالات أي دور في استرداد تلك الأموال. مع ذلك خلصت الدراسة إلى أن 16 بالمئة من صافي المبالغ المستردة وسطياً تم صرفها على

شكل تعويضات إضافية منحت للمديرين الثلاثة الأعلى أجراً في كل شركة لمدة ثلاث سنوات متتالية بعد استرداد المبالغ. إن ثمار المصادفة هذه قد أدت إلى زيادة وسطية في حجم التعويضات المالية لأولئك المديرين بلغت 84 بالمئة.

أما الدراسة الثانية، التي قامت بها ماريان برتراند و سندهيل مليثن، فقد خلصت إلى أن مديري الشركات عادة ما يكافؤون لمجرد أن يحالف «الحظ» القطاع الاقتصادي الذي تتبع له شركاتهم[6]. وجهت الدراسة اهتمامها إلى التعويضات التي يتقاضاها مديرو الشركات في الأوقات التي يحقق فيها القطاع الاقتصادي الذي تتبع له تلك الشركات نجاحاً مميزاً، وذلك لأسباب تقع خارج مجال سيطرة مديري الشركات في ذلك القطاع، وقد ميزت الدراسة ثلاث حالات مختلفة: (1) عندما يؤدي ارتفاع أسعار النفط إلى تحسين أداء شركات الصناعات النفطية؛ (2) عندما يؤدي تغير معدلات صرف العملات إلى أرباح تحسب لصالح الشركات المتأثرة بالاستيراد؛ و(3) عندما تبلي جميع الشركات الأخرى في القطاع الاقتصادي ذاته بلاءً حسناً لأسباب أخرى مغايرة للأسباب المذكورة في الحالتين السابقتين. لقد كانت نتيجة هذه الدراسة أن مديري الشركات في جميع تلك الحالات كانوا يتقاضون التعويضات ذاتها عن كل دولار تربحه شركاتهم سواء أكان ذلك بالمصادفة الصرفة (أي بالحظ) أم بغير ذلك من الأسباب. أي إن تعويضات المديرين لا ترتبط على الإطلاق بالطريقة التي تحققت بها أرباح الشركات.

من غير المتوقع أن تفضي العقود التي تأتي نتيجة لمفاوضات على مطال الذراع إلى ترابط بين الأجر الممنوح للمديرين وحسن أو سوء حظهم أو طالعهم. فمكافأة مديري الشركات على التطورات الإيجابية التي تحدث دون فعلهم، بل بمحض المصادفة، يرتب على تلك الشركات تكاليف محفوفة بالمخاطر دون أن يقدم للمديرين أي حوافز حقيقية في الاتجاه المطلوب. أما عندما يسمح للمديرين بالتأثير في نظام أجورهم ومكافآتهم، فمن المتوقع أن يغتنموا أي فرصة سانحة تقطف شركاتهم فيها ثمار المصادفة من أجل أن يرفعوا أجورهم ومكافآتهم الخاصة.

هل تؤدي أنظمة العلاوات غرضها، فتكافئ المديرين على حسن أدائهم؟

نتوجه باهتمامنا الآن إلى بنية أنظمة المكافآت والعلاوات السائدة. إن كلمة «علاوة» إنما تعني دفع المال الإضافي في مقابل الأداء المتميز. ومن هنا قد نعجب لعدم وجود علاقة وثيقة بين ما يدفع للمديرين من مكافآت وعلاوات من جهة وسوية أدائهم بالمقارنة مع نظرائهم من جهة أخرى. غير أن نظرة فاحصة عن قرب إلى كيفية تصميم أنظمة المكافآت من شأنها أن توضح السبب وتبطل العجب. فعادة ما تبنى أنظمة العلاوات أو المكافآت على نحو تمنح معه المديرين قيمة مضافة حتى عندما لا يكون أداؤهم جيداً إلى الحد المطلوب.

تلجأ الشركات إلى اعتماد معايير موضوعية وأخرى ذاتية لتحديد أهلية المديرين للحصول على المكافآت كما لتحديد قيم تلك المكافآت. يمكن تصور المعايير الموضوعية على شكل أهداف يمكن التحقق من تحقيقها بسرعة وسهولة. وبالاعتماد على تلك المعايير يمكن للشركات أن تقتطع المكافآت التي ترتبط ولو شكلاً بالأداء من الضرائب الواجبة عليها وفقاً للمادة 162 من قانون الضرائب. بيد أن هذه المعايير عادة ما تجري صياغتها في الواقع بحيث تسمح للمديرين بالاستفادة منها حتى عندما يكون أداؤهم عادياً.

في بعض الحالات تربط المكافآت على سبيل المثال بتحقيق قيمة محددة لميزانية الشركة، لكن تحقيق هذا الهدف نادراً ما يكون مؤشراً واضحاً على أن المدير قد نجح فعلاً عبر أدائه الشخصي في خلق قيمة إضافية لحملة الأسهم. وفي حالات أخرى، يجري منح المكافآت للمديرين عندما تتجاوز أرباح الشركة في سنة ما أرباحها في السنة التي سبقتها. إن اعتماد النتائج المحاسبية للسنوات السابقة يمكّن بعض المديرين من حصد المكافآت حتى عندما يكون أداؤهم سيئاً؛ إذ إن أرباح شركة ما قد تكون الأسوأ بين نظيراتها من شركات القطاع الاقتصادي ذاته، ومع ذلك أفضل من أرباحها في السنة السابقة. وإذا ما أخذنا شركة تتأرجح أرباحها في كل عام حول سوية منخفضة من الأرباح على مدى سنوات عدة، فإننا سنلاحظ ارتفاعاً نسبياً في الأرباح في نصف عدد السنوات. من اللافت فعلاً، لكنه بمنظارنا لا يجب أن يثير العجب، أن غالبية كبرى من الشركات، التي تعتمد أنظمة المكافآت المبنية على أساس المعايير الموضوعية، لا تربط المكافآت التي تمنحها لمديريها بأدائها النسبي قياساً إلى نظيراتها في القطاع الاقتصادي عينه[7].

إن مكافأة المدير العام على إنجاز نتائج أفضل من السنة المنصرمة لا تفشل فقط في تحفيزه في الاتجاه الصحيح، بل إنها قد تقضي أيضاً على ما عنده من حوافز في ذلك الاتجاه. فنظام كهذا من شأنه أن يخفف من فعل الجزاء الذي يتعرض له المدير في حال سوء أدائه: إذ إن أداء المدير السيئ في سنة ما قد يؤثر سلباً على مكافآته في تلك السنة، لكنه سيؤثر إيجاباً على مكافآت السنة اللاحقة. ومن جهة أخرى يخفف هذا النظام أيضاً من فعل المكافأة الممنوحة للمدير بسبب أدائه الجيد: فأداء المدير الجيد في سنة من السنوات قد يرفع مكافآته في تلك السنة، لكنه سيصعّب عليه حصد المكافآت في السنة اللاحقة، لأنه يرفع سوية النتائج التي عليه تخطيها حينئذ.

هناك طرائق أخرى تلجأ إليها الشركات من أجل تحديد المكافآت الهادفة إلى تحسين الأداء. فالبعض على سبيل المثال يحدد تلك المكافآت بناءً على أرقام إيرادات الميزانية المتضمنة إيرادات الاستثمار في صناديق التقاعد، التي ترتبط عادة بأداء سوق البورصة عامة لا بجهود وأداء مديري تلك الشركات. حتى إن بعض الشركات تربط نظام مكافآتها بالإيرادات المحسوبة من تصاريح «الأرباح المتوقعة» من ذلك الاستثمار التي قد لا تتحقق على أرض الواقع. وفي الواقع فإن تصحيح أرقام الإيرادات المستخدمة في تحديد المكافآت، بحيث تغدو خالية من إيرادات الاستثمار في صناديق التقاعد، أمر لا ينطوي على صعوبات كبيرة[8]، على الرغم من أن الفارق بين أرقام الإيرادات المصححة وغير المصححة قد يصل إلى قيم كبيرة جداً[9].

لقد تضمنت حسابات ميزانية شركة جنرال إلكتريك في العامين 2000، و2001، على سبيل المثال، وكجزء من إيراداتها، إيرادات الاستثمار في صناديق التقاعد البالغة 1.3 مليار دولار أمريكي في العام 2000 و2.1 مليار دولار أمريكي في العام 2001، أي ما نسبته 10 بالمئة و11 بالمئة من إيراداتها قبل احتساب الضرائب في العامين المذكورين. وقد استخدمت الشركة هذه الإيرادات في احتساب المكافآت الممنوحة لمديريها. وفي العامين المذكورين صرحت شركة آي بي إم أيضاً عن إيراداتها من الاستثمار في صناديق التقاعد، التي بلغت 1.2 مليار $ أي ما نسبته 10 بالمئة من مجمل إيراداتها قبل احتساب الضرائب في العام 2000 و 904 مليون $ أي ما نسبته 13 بالمئة من مجمل إيراداتها قبل احتساب الضرائب في

العـام 2001. وكشركـة جنرال إلكتريك أدخلت شركة آي بـي إم هذه الإيرادات في احتساب التعويضات التي منحتها لمديريها. وفي العام 2001، صرحت شركة فيريزون كوميونيكيشنس عن ربح صاف مقداره 389 مليون $ ومنحت مديريها مكافآت مبنية على أساس ذلك الربح. لكـن الربح الصافي لتلك الشركـة كان سيبلغ مبلغاً سلبياً لولا احتسـاب إيرادات الاستثمار في صناديـق التقاعد البالغة 1.8 مليار $، فقد استخدمت الشركة إيرادات صناديق التقاعد لتحول خسارتها إلى ربح، متخذة من ذلك ذريعة لمنح المكافآت لمديريها.

والأسوأ من ذلك، أنه قد تكشف لاحقاً أن صناديق التقاعد التي تمتلكها شركة فيريزون لم تحقـق في الواقـع أي إيرادات حقيقية في العام 2001، بـل إنها تحّملت خسائر وصلت إلى 3.1 مليار $. فكيف تمكنت تلك الشركة إذاً من التصريح عن إيرادات بلغت 1.8 مليار $ من استثمـارات صناديق التقاعـد التي تمتلكها؟ لقد اعتمدت الشركة علـى «توقعاتها» وحددت للمستقبـل عوائـد بنسبة 9,25 بالمئة علـى موجودات تلـك الصناديق، وذلـك وفقاً لقواعد احتسـاب الميزانيـة المعمول بها في ذلك الوقـت[10]. في واقع الأمر لم تكن إيـرادات صناديق التقاعد البالغة 1.8 مليار $، التي جرى توظيفها لتحويل ميزانية الشركة من مجال الخسارة إلى حيـز الربح، تعكس واقع حال تلك الصناديق، بل كانت ببساطة نتيجة نظرية لتعديل في الافتراضات التي بنيت عليها الحسابات. ومن المؤكد أن هذه النتيجة النظرية لم تخلق على أرض الواقع أي قيمة إضافية لا للشركة ولا لحملة أسهمها.

بالطبـع قد يحـدث أن تمنى صناديق التقاعد بالخسارة، فيغـدو إدخال نتائج الاستثمار فيها إلى حسابات الميزانية سبباً لخفض إيراداتها، وقد يؤدي ذلك نظرياً إلى خفض المكافآت الممنوحة للمديرين التي تعتمد على أرقام تلك الإيرادات. لكن لم تسجل على العموم أي خسارة لصناديق التقاعد في سوق البورصة على مدى العقدين المنصرمين التي اتسمت بالمضاربات علـى صعود أسهم تلك الصناديـق. وبالفعل بمجرد انتهاء تلك المـدة وتدهور أداء صناديق التقاعـد وتحول تأثيرها علـى حسابات الميزانية من الإيجابـي إلى السلبي، سارعت جنرال إلكتريك و فيريزون وغيرهما من الشركات إلى إسقاط نتائج الاستثمار في صناديق التقاعد مـن آليـة حساب مكافآت مديريها، وذلك لكـي لا يؤثر تدهور حال صناديـق التقاعد سلبياً

على حجم تعويضات المديرين. وفي بعض الحالات جرى تظهير هذه التعديلات في احتساب مكافآت المديرين على أنها وجه من وجوه الإصلاحات الإدارية في تلك الشركات[11].

من الواضح إذاً أن نظام المكافآت يسعى إلى تحقيق مصالح المديرين في أن يضمنوا لأنفسهم سوية مرتفعة من الأجر بغض النظر عن سوية أدائهم. هذا ما عبر عنه بوضوح وصراحة أحد العارفين بخفايا الأمور في هذا المجال أثناء مقابلة صحفية معه، إذ يقول:

> إنهم يستخدمون الآن صيغاً لاحتساب حجم المكافآت تتعلق بالأداء -لنقل إنها تعتمد على حقوق ملكية الخيارات أو الأسهم. لكن غالبية تلك الصيغ لا تعدو كونها هراء، فعندما تضع صيغة ما لا بد لك أن تحدد أهدافاً يجب تحقيقها- لكن أولئك المستفيدين من تلك الصيغ هم أنفسهم من يضع تلك الأهداف - ومن مصلحتهم الإبقاء على تلك الأهداف منخفضة لكي يضمنوا تحقيقها[12].

بالإضافة إلى المعايير الموضوعية -التي رأينا أنها غالباً ما تخفق في ربط الأجر الممنوح للمديرين بأدائهم الفعلي- يعتمد الكثير من أنظمة المكافآت في الشركات كلياً أو جزئياً على معايير ذاتية تقديرية. فعلى سبيل المثال قد تلجأ مجالس الإدارة إلى اعتماد ما يسمى «اتخاذ القرارات الاستراتيجية» أو «ممارسة القيادة الفاعلة» أساساً لتحديد مكافآت المديرين. لكن من المنطقي أن يختلف الحكم على مدى تحقيق المعايير الذاتية بين مراقب وآخر، الأمر الذي يضع في نهاية المطاف قرار منح المكافآت بيد مجلس الإدارة أو بيد لجنة إقرار التعويضات التابعة له.

بعض خبراء الاقتصاد يدافعون عن استخدام المعايير الذاتية التقديرية على أساس أن المعايير الموضوعية لا يمكنها أن تعكس أداء المديرين على نحو كامل وعادل. وبحسب هذه الرؤية، فإن إضافة بعض المعايير الذاتية يمكّن مجلس الإدارة من تحديد قيمة المكافآت اعتماداً على صورة أكثر اكتمالاً ودقة حول أداء المدير[13]. إننا نوافق على أنه في حال كان مجلس الإدارة يرغب فعلاً في ربط الأجر بالأداء ربطاً وثيقاً، فإن دعم المعايير الموضوعية بمعايير مكملة ذاتية يمكن أن يساعد على تحقيق الهدف المنشود. لكن الفائدة المرجوة من اعتماد بعض المعايير الذاتية إلى جانب لائحة المعايير الموضوعية تتعلق على نحو حاسم

بمدى صحة الافتراض الأساس بأن مجلس الإدارة يسعى فعلاً عبر تلك الإضافة إلى تعزيز الربط بين الأجر والأداء. من غير المتوقع أن يؤدي اعتماد المعايير الذاتية إلى تمتين العلاقة بين الأجر والأداء في حال كانت العلاقة بين المدير ومجلس الإدارة شخصية وحميمة وتخطت حدود علاقة العمل الرسمية. وفي غياب تلك العلاقة الرسمية فإن تلك المعايير الذاتية تغدو استنسابية ولا تشكل سوى أداة إضافية بيد أعضاء مجلس الإدارة لمكافأة المديرين بالرغم من أدائهم السيئ وللقول في الوقت عينه إنهم إنما يسعون في ذلك إلى تحفيز المديرين لتحسين أدائهم وتعظيم قيمة رأسمال الشركة. في الحقيقة، إن اعتماد المعايير الذاتية في الحكم على الأداء من شأنه أن يؤدي إلى غياب كلي لأي علاقة قوية تربط بين التعويضات المالية المقدمة للمديرين وسوية أدائهم الفعلي.

إلى جانب اعتماد أهداف موضوعية لكنها سهلة أو اللجوء إلى معايير ذاتية استنسابية خالصة، أمام مجالس إدارة الشركات إجراء آخر يمكنهم من منح المكافآت للمديرين بالرغم من أدائهم السيئ. فبعض مجالس الإدارة تلجأ ببساطة إلى خفض سوية الأهداف الموضوعة عندما يتضح لهم أنه من غير المحتمل أن ينجح المديرون العامون في تحقيقها، أو حتى بعد أن يكونوا قد أخفقوا فعلاً في ذلك.

ولعل أحد أحدث الأمثلة على ذلك تخفيض شركة كوكا كولا لأحد أهم أهدافها في النظام الذي تتبعه لمكافأة مديريها العامين[14]. فعندما احتل دوغلاس دافت منصبه في الشركة كمدير عام سنة 2001، وعده مجلس الإدارة بمكافأة إضافية إذا ما ارتفعت إيرادات الشركة بمعدل 15 بالمئة سنوياً على مدى خمس سنوات ابتداءً من 1 كانون الثاني/يناير 2001. وقد حددت تلك المكافأة بين 30 مليون $ و60 مليون $، وذلك وفقاً للارتفاع الذي ستحققه إيرادات الشركة فوق الهدف (الذي هو 15 بالمئة). وقد صرحت لجنة التعويضات في شركة كوكا كولا أن نظام المكافآت المتفق عليه مع السيد دافت يسمح له بتحقيق ثروة كبيرة شرط أن يقدم أداء متميزاً. في شهر نيسان/أبريل 2001، خفضت الشركة إيراداتها المتوقعة. وفي حزيران/مايو 2001، أي بعد عدة أشهر فقط من إقرار خطة المكافآت ودخولها حيز التنفيذ، خفض مجلس الإدارة الهدف الذي وضعه شرطاً لحصول المدير على المكافأة من 15 بالمئة زيادة سنوية في الإيرادات إلى 11 بالمئة.

بطريقة مشابهة خفضت شركة إيه تي & تي من الأهداف التي وضعتها شرطاً لدفع المكافآت لمديريها في منتصف 2002، بعد أن اتضح أنهم لن يحققوا تلك الأهداف المتفق عليها. لقد مكّنت هذه الحركة المديرين الخمسة الأعلى أجراً في الشركة من الحصول على ما قيمته 2.9 مليون $ على شكل مكافآت[15]. بعض الشركات الأخرى أضافت إلى شروط منح مكافآتها مادة توضيحية تعطي للمديرين الذين يفشلون في تحقيق تلك الشروط الحق في الحصول على تلك المكافآت في حال كان ذلك «يتفق مع مصلحة الشركة العليا»[16].

المكافآت الممنوحة على إبرام صفقات الضم

لقد رأينا كيف أن المكافآت المنصوص عليها في العقود المبرمة بين المديرين ومجالس الإدارة لا ترتبط بأداء المديرين على الوجه الذي يتوقعه المرء في حال كانت تلك العقود ثمرة مساومة على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة. وإننا لنجد هذا الغياب التام لأي رابط بين الأجر والأداء أيضاً في الممارسات التي تمنح مكافآت مجانية و«بلا مقابل» وغير منصوص عليها في العقود السارية المفعول. وخير مثال على تلك الممارسات منح المديرين مكافآت دسمة لقاء إتمام عمليات ضم شركات أخرى. تظهر الإحصاءات أن مكافآت سخية بملايين الدولارات الأمريكية وبلا مقابل قد منحت للمديرين العامين في 40 بالمئة من عمليات الضم الكبرى أثناء العقد المنصرم، وذلك لقاء الإشراف على عمليات الضم تلك. وقد اتخذت تلك المكافآت شكلاً نقدياً في معظم الحالات[17].

ففي أيلول/سبتمبر عام 2000، على سبيل المثال وقع مدير شركة تشايس مانهاتن كوربوريشن، ويليام هاريسون، صفقة لضم شركة دجي. بي. مورغان & كومباني بقيمة 30.9 مليار$ [18]. وقد منح مجلس الإدارة السيد هاريسون مكافأة بقيمة 20 مليون $ (نصفها على شكل رأس مال مقيّد) تدفع له في العامين 2001، و2002، لقاء إشرافه على هذه الصفقة التي كلفته مفاوضات على مدى ثلاثة أسابيع. أما نواب السيد هاريسون الثلاثة، ومن بينهم جيفري تي. بيوزي الذي لم يكن يمضي على التحاقه بالشركة سوى أربعة أشهر، فقد حصل كل منهم على مكافأة خاصة بمبلغ 10 ملايين $ تضاف إلى أجورهم ومكافآتهم وتعويضاتهم الأخرى. وبدورها دفعت شركت ناشنس بانك لمديرها العام هاغ ماك كول يونيور ما يقارب

45 مليون $ على شكل رأس مال مقيّد بعد أن ضمت مصرف بانك أف أميركا. أما ويليام وايز مدير عام شركة إل باسو كوربوريشن فقد حصل على مكافأة قدرها 29 مليون $ بعد عقد صفقة لضم شركة سونات[19]. إلى ذلك حصل إدوارد وايتأكر مدير عام شركة إس بي سي كوميونيكيشن على مكافأة قدرها 3.3 مليون $ اعترافاً بجهوده لإنجاح صفقة الاندماج مع مجموعة باسيفيك تيليسيس غروب والجهود التي بذلها في مسألة ضم شركة أخرى[20].

ومع أن ضم الشركات قد يدفع بقيمة أسهم الشركات الهدف إلى أعلى ويعود على أصحابها بنفع ملحوظ، إلا أن ذلك لا ينسحب عموماً على الشركات التي تقوم بعملية الضم[21]. فقيمة سهم الشركة التي تضم شركة أخرى لا ترتفع عادة في المدة الزمنية التي تلي عملية الضم مباشرة[22]. إحدى الدراسات الحديثة قدرت خسائر حملة أسهم الشركات التي أتمت عمليات ضم في المدة الممتدة بين عامي 1980، و2001، بمبلغ 218 مليار $ [23]. أما الدراسة التي أجرتها مجلة بيزنس ويك حول صفقات الضم الضخمة التي جرت في ربيع 1998، فقد خلصت إلى أن 61 بالمئة من الشركات القائمة بعملية الضم قد «ألحقت خسارة محققة بحملة أسهمها وبددت ممتلكاتهم» وذلك عبر دفع أثمان تفوق القيم الفعلية للشركات التي ضمتها[24].

لماذا يزج بعض المديرين بشركاتهم في عمليات ضم ليست في صالح حملة أسهم تلك الشركات؟ إحدى الإجابات المحتملة على هذا التساؤل تقول: إن أولئك المديرين يرغبون في توسيع حجم إمبراطورياتهم، ما من شأنه أن يزيد من حجم أرباحهم ويرفع من مقامهم في السوق. أما التفسير الآخر فيتمثل في ثقة المديرين الزائدة بأنفسهم واعتقادهم الراسخ بقدرتهم على النجاح في رفع قيمة الشركة الهدف التي سيضمونها مهما كانت الظروف.

في جميع الأحوال، من غير المنطقي أن نتوقع من المديرين لجم اندفاعهم نحو توسيع إمبراطورياتهم، والإقدام على عمليات ضم أقل مما هو في صالح حملة أسهم شركاتهم. بل إن القلق، وبخلاف ما تقدم، قد ينبع من أن المديرين عموماً يميلون إلى توريط شركاتهم في عمليات ضم أكثر مما هو في صالحها. لذلك لا داعي لتضمين أي عقد جيد أي مكافآت إضافية تصرف للمديرين عند قيام الشركة بضم شركة أخرى. وبالفعل فإن تقديم الوعود للمديرين بمكافآت تصرف لهم لقاء إبرام عمليات الضم -أو مجرد جعلهم يتوقعون تلك المكافآت- من شأنه أن يفاقم ميل أولئك المديرين المبالغ فيه أصلاً إلى ضم الشركات الأخرى.

من اللافت أنه وأثناء الأشهر الثمانية عشر التي تلت الصفقة التي قامت بها شركة تشايس لضم شركة دجيه. بي. مورغان التي حصل مديرو تشايس بعدها على مكافآت بقيمة 50 مليون $، خسرت أسهم تشايس مانهاتن أكثر من 30 بالمئة من قيمتها. صحيح أن هذه الخسارة قد تكون ناتجة عن أسباب أخرى تماماً، لكن ما حدث لشركة تشايس لا يمثل حالة فريدة ومعزولة، فقد خلصت دراسة إحصائية حديثة قام بها يانيف غرينستاين و بول هريبار إلى نتيجة مفادها أن صفقات الضم التي تقدم عليها الشركات تؤدي في المتوسط إلى خسائر لدى حملة أسهمها في حين يُمنح مديروها مكافآت دسمة على إتمام تلك الصفقات. والأسوأ من ذلك أنه كلما علت المكافآت الممنوحة للمديرين ارتفعت في المحصلة خسائر حملة الأسهم[25].

حتى لو كانت صفقات الضم ستزيد فعلاً من قيمة أسهم الشركة التي تقوم بالضم، فإنه من غير المنطقي، من منظار مبدأ التحفيز الفاعل، أن يُمنح المديرون مكافآت خاصة وإضافية لإتمام تلك الصفقات. فيجب ألا ننسى أن رزمة التعويضات التي يتفق عليها مع المديرين تتضمن في الأساس آلية –تتمثل في تقديم منح ضخمة على شكل خيارات شراء الأسهم– لتحفيز المديرين على السعي للاستفادة من أي فرصة من شأنها رفع قيمة سهم شركتهم[26]. وفي ظل وجود مصلحة خاصة لدى المديرين في الحفاظ على إمبراطورياتهم وتوسيعها، قد يكون من المفيد إيجاد مكافأة إضافية للمديرين الذين ينجحون في زيادة قيمة أسهم شركاتهم عن طريق تصغير حجمها، لا تكبيره. المؤكد أنه ليس هناك من داع لمنح المديرين أي مكافآت خاصة على إبرام صفقات الضم. فتلك المكافآت ليس لها أي أثر في الواقع سوى تقوية الحوافز الشخصية لدى المديرين من أجل الاهتمام بصفقات الضم عوضاً عن توجيه اهتمامهم إلى استراتيجيات العمل الأخرى التي من شأنها أن تكون أكثر نفعاً لخدمة مصالح حملة الأسهم وتعظيم قيمة أسهمهم.

وكما ناقشنا في الفصل 7، فإن مديري الشركات الهدف في عمليات الضم يحصلون أيضاً على تعويضات كبيرة متصلة بإتمام عمليات الضم تلك. بعض المستشارين المختصين بأمور التعويضات يرون أن منح مديري الشركات الهدف تلك التعويضات الضخمة هو السبب الذي أدى إلى لجوء الشركات التي تقوم بالضم إلى منح مديريها أيضاً مكافآت سخية

ومجانيـة على إبرام صفقات الضم. وها هو ذا ألان إم. جونسون رئيس شركة استشارية في أمـور التعويضات في مدينة نيويورك يشرح ذلك قائـلاً: ... «ومن الأسباب الأخرى الحسد. فمديـرو الشركة القائمة بالضم سيجلسون في مكاتبهم غير بعيدين عن مكاتب يجلس فيها أشخاص قد حصنـوا مكاسبهم بعـد أن استحقت عبر عملية الضم خيـارات الأسهم التي كانـوا يمتلكونها وارتفعت أسعارها. وكل من أولئـك المديرين يتساءل: وماذا حل بي أنا؟»[27] غـير أن الأسبـاب التي عـادة ما تساق دعماً لمكافـأة مديري الشركة الهـدف لا تنطبق على مديري الشركة التي تقوم بعملية الضم.

إن عمليـة الضم قد تؤدي إلى خسارة مديري الشركة الهدف الكثير من السلطة والمكانة اللتـين كانوا يتمتعون بهما في منصبهـم السابق، إن لم نقل إلى خسارة منصبهم أصلاً. إذاً فالتعويضات التي يعدونهم بها ضرورية من أجل حثهم وحلفائهم على دعم الصفقة في مجلس الإدارة وعدم عرقلتها. وفي بعض الحالات تكون التعويضات ضرورية من أجل إقناع المديرين بالبقاء في الشركة أثناء المدة الانتقالية. أما مديرو الشركة القائمة بالضم فلا يواجهون مثل تلـك الخسارة في المنصـب أو المكاسب التي يواجهها نظراؤهـم في الشركة الهدف، بل على العكـس من ذلك؛ إذ إن صفقـة الضم من شأنها أن توسـع إمبراطوريتهم وتقوي سلطتهم، مـا ينتج عنه ارتفاعاً في أجورهم وتعويضاتهم وتحسناً في موقعهم ومكانتهم. إذاً فالمكافآت المرتبطـة بعمليات الضم التي تمنح للمديرين في الشركـة القائمة بالضم، وعلى عكس تلك الممنوحـة لنظرائهـم في الشركة الهدف، ليست ضرورية من أجـل إتمام أي صفقة تكون في صالح الشركة القائمة بالضم فعلاً.

ومع أن المكافآت المرتبطة بعمليات الضم يصعب تسويغها أو الدفاع عنها في إطار نموذج المساومـة علـى مطال الـذراع، فإنها لا تكون مفاجئة علـى الإطلاق إذا مـا نظرنا إليها من منظـار نفوذ المديرين وسلطتهم الكبيرة في مجالس إدارة الشركات. من الطبيعي أن يسعى المديـرون إلى زيادة حجـم تعويضاتهم، وعادة مـا يحاول أعضاء مجلـس الإدارة أن يسووا الأمـر ويستجيبوا لمطالب المديرين، ما دامـت تلك المطالب عادلة أو على الأقل ليست مبالغاً فيهـا على نحو فاضـح ويمكن تقديمها ضمن رزمة متكاملة ومنطقيـة نوعاً ما. أما أن يدفع مجلـس الإدارة لأحد المديرين تعويضات بحجم 50 مليون $ على سبيل المثال ودون أي مسوّغ

منطقي، فذلك سيستدعي دون شك احتجاجاً وسخطاً ضمن صفوف حملة الأسهم. لما كانت عمليات الضم تحقق في بعض الحالات أرباحاً فعلية وزيادة محققة في رأسمال الشركات القائمة بالضم، فإن الشركات في ظل نفوذ المديرين وسلطتهم على مجالس الإدارة ستغتنم عمليات الضم هذه لمكافأة مديريها دون أن يستدعي ذلك سخطاً من قبل حملة الأسهم. فبوسع أعضاء مجلس إدارة الشركة القائمة بالضم حينئذ الادعاء ببساطة أنهم إنما يكافئون المديرين على ما يقومون به من خطوات تعد فعلاً برفع قيمة سهم الشركة. وفي جميع الأحوال سيكون من الصعب إثبات عدم صحة هذا الادعاء.

إضافة إلى ذلك، عندما ننظر إلى الموضوع من منظار سلطة المديرين ونفوذهم في مجالس الإدارة، يمكننا القول: إنه كلما زادت سلطة المدير، مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، ازداد معها حجم التعويضات التي تمنح له لقاء إبرام صفقات الضم. وبالفعل، فقد وجد يانيف غرينستاين و بول هريبار في دراستهما أن المديرين العامين الذين يترأسون مجلس الإدارة أو يشغلون مناصب في لجنة تعيين مجلس الإدارة قد حصلوا على مكافآت لقاء الإشراف على إتمام صفقات الضم تزيد بمقدار 1.4 مليون $ عن مكافآت نظرائهم الذين لا يتمتعون بتلك المناصب في مجلس الإدارة. وهذا مثال آخر على العلاقة القوية التي تربط سلطة المدير بالأجور والتعويضات التي يحصل عليها.

الهدايا الترحيبية الثمينة

غالباً ما يبدأ إضعاف الارتباط بين الأجر والأداء بمنح المديرين هدية ترحيبية ثمينة – وهي دفعة ابتدائية كبيرة تُضاف إلى رزمة التعويضات السنوية المتفق عليها. وعلى مدى السنوات العشر المنصرمة ازدادت هذه الهدايا الترحيبية قيمة وانتشاراً. ولعل من بين أكثر الأمثلة شهرة في أواخر التسعينيات من القرن المنصرم تلك الهدية التي دفعتها شركة كونسيكو بقيمة 45 مليون $ للسيد غاري فندت بمناسبة انضمامه إليها ليشغل منصب المدير العام للشركة، وكذلك العلاوة التي وعدت بها شركة كمارت مديرها الجديد توماس كوناويه بقيمة 10 مليون $ لتُدفع له على مدى خمس السنوات الأولى له في منصبه[28].

ومع أن بعض الهدايا الترحيبية الثمينة قد تكون في جزء منها على شكل ملكية لأسهم الشركة، إلا أنها جميعها تقريباً تتضمن مركبة رئيسة على شكل نقدي قد تتجلى في أشكال عدة، منها المكافآت الاستثنائية عند التوقيع وعلاوة المرتبات الشهرية والمكافآت المستقبلية المضمونة والقروض القابلة للشطب. ومهما كان شكل المركبة النقدية في الهدية، فإنها مفصولة كلياً عن الأداء؛ إذ إن المدير سيستفيد من تلك المركبة النقدية بجميع وجوهها حتى لو أظهر أداءً متواضعاً جداً في منصبه الجديد.

فالهدية الترحيبية التي حصل عليها غاري فندت بقيمة 45 مليون $ من شركة كونسيكو على سبيل المثال كانت في مجملها على شكل نقدي[29]. أما الجزء النقدي من هدية شركة كمارت للسيد كوناويه فقد بلغ 10 ملايين $ تدفع له على مدى خمس سنوات، بالإضافة إلى قرض بقيمة 5 ملايين $ يعفى من تسديده إذا ما بقي في منصبه حتى غاية 31 تموز/يوليو 2003. وقد تحول الجزء الأخير من الهدية الترحيبية التي قدمت للسيد كوناويه إلى هدية وداعية ثمينة: فقد جرى لاحقاً شطب القرض الممنوح له وأعفي من تسديده بل «زيد عليه» -إذ إن الشركة تولت أيضاً دفع الضرائب المستحقة لقاء شطب القرض- وكل ذلك مع أن السيد كوناويه لم يف بالتزامه ولم يبق في منصبه إلى حين الموعد المحدد. وفي عام 1999، وقعت شركة غلوبال كروسينغ عقداً مع روبرت أنونزياتا ومنحته هدية بقيمة 10 مليون $ بمناسبة توقيعه على العقد، ولم تطالبه لدى مغادرته الشركة بعد نحو عام واحد بإعادة أي جزء من تلك الهدية[30]. أما روبرت نارديلي الذي اعتلى منصب المدير العام في شركة هوم ديبوت عام 2001، فقد حصل على قرض قيمته 10 مليون $ يعفى من خمسه في كل عام يبقى فيه في منصبه، بما في ذلك ما يترتب على ذلك من ضرائب، وإضافة إلى ذلك فقد ضمنت له الشركة ما مجموعه 4.5 مليون $ على الأقل سنوياً على شكل أجور وتعويضات ومكافآت.[31] من جهتها منحت شركة أيه دي سي كوميونيكيشنس مديرها العام ريتشارد روسكيت مبلغ 5.5 مليون $ يُدفع له على مدى أربع سنوات بالإضافة إلى مبلغ 1.5 مليون $ يُدفع له عند توقيع العقد. أخيراً منحت شركة أيتنا مديرها العام جون روه هدية بلغت قيمتها 2 مليون $ لدى توقيعه العقد إضافة إلى «مكافأة بقاء في المنصب» بقيمة 1.4 مليون $.

عادة ما تبرر الشركات منح الهدايا الترحيبية الثمينة للنجوم من المديرين العامين المشهورين بحجة أن تلك الهدايا ضرورية من أجل اجتذاب أولئك المديرين النجوم الذين يتمتعون في مناصبهم الحالية بدخل متوقع كبير لا رغبة لديهم بالتخلي عنه. وقد يقول أصحاب هذا المنطق إنه يجب على أي شركة لكي تنجح في اجتذاب أي من أولئك المديرين ذائعي الصيت أن تقدم له رزمة تعويضات ضخمة تفوق في قيمتها ما تقدمه الشركات الأخرى. لكن ما يهمنا هنا ليس حجم رزمة التعويضات تلك، بل بنيتها. فحتى الهدايا الترحيبية الثمينة والدسمة جداً يمكن منحها على شكل مركبات قائمة على حقوق الملكية -كملكية خيارات الأسهم على سبيل المثال- بحيث تكون القيمة النهائية التي يحصل عليها المدير مرتبطة على نحو أو بآخر بأدائه الفعلي. وحينئذ تشكل الهدايا الترحيبية حافزاً إضافياً للمدير لكي يعمل على تعظيم قيمة رأسمال الشركة. لكن وبالرغم مما ما تقدم فإن الشركات تلجأ في معظمها إلى تشكيل هداياها الترحيبية في جزئها الأكبر من مركبات لا علاقة لها بالأداء على الإطلاق. وبالمحصلة يمكننا القول إن تقديم الهدايا الترحيبية كما هو معمول به على أرض الواقع إنما يسهم في إضعاف الارتباط بين الأجر والأداء عموماً.

البواليص التشاركية للتأمين على الحياة

دأبت شركات كثرة في الماضي على شراء بواليص تشاركية للتأمين على حياة مديريها، الأمر الذي كان يكلفها مليارات الدولارات. غير أن اعتماد ما يسمى بقانون ساربنس – أوكسلي أجبر الشركات على إيقاف تلك الممارسة؛ لأن هذا القانون يمنع منح القروض للمديرين ومن الممكن عدّ البوليصة التشاركية للتأمين على الحياة وجهاً من وجوه القروض[32]. لكن الانتشار الواسع لتلك الممارسة قبل دخول هذا القانون حيز التنفيذ كان يمثل مصدراً إضافياً من مصادر تعويضات المديرين التي لا علاقة لها بأدائهم الفعلي.

يقوم أحد الأشكال واسعة الانتشار للبواليص التشاركية للتأمين على الحياة على أساس أن المدير يملك البوليصة والشركة تدفع ثمنها. وفي بعض الحالات يسهم المدير أيضاً في دفع ثمن البوليصة، لكن إسهامه لايتعدى كونه إسهاماً متواضعاً. جزء صغير من ثمن البوليصة الكلي يخصص لتغطية تعويض الوفاة، أما الجزء الباقي فيجري استثماره معفى من الضرائب من

أجل زيادة القيمة النقدية للبوليصة. بالمقابل يقوم المدير بالتنازل لصاحب العمل عن جزء من حقوقه التي يمتلكها في إيرادات البوليصة أو في قيمتها النقدية لدى استردادها. يعد هذا التنازل بمنزلة تسديد للأقساط التي دفعها صاحب العمل ثمناً للبوليصة. إذاً فالبوليصة التشاركية للتأمين على الحياة تكافئ صفقة مالية بين الشركة والمدير مؤلفة من ثلاثة بنود: (1) تقدم الشركة للمدير قرضاً من دون فائدة يغطي بقيمته أقساط بوليصة التأمين؛ (2) يقوم المدير بشراء بوليصة تأمين على حياته؛ (3) يتسلّم المدير قيمة البوليصة عندما يستحق صرفها، ويسدد منها قيمة القرض الذي اقترضه من الشركة.

إن أقساط التأمين المتراكمة -أي القيمة المنقولة على أسماء المديرين- قد تبلغ في كثير من الأحيان مبالغ ضخمة جداً. فشركة كومكاست دفعت أثناء الأعوام الممتدة من 1999، حتى 2001، نحو 20 مليون $ على شكل أقساط تأمين تشاركية على حياة مديريها[33]. وفي العام 2000، تعهدت شركة إيستي لاودر أن تدفع لمديرها العام فرانك لانغهامر 26 مليون $ على شكل أقساط تأمين تشاركية على حياته على مدى خمس سنوات. وبدورها دفعت شركة سندانت أقساط بوليصة تأمين تشاركية على حياة مديرها العام هنري سيلفرمان بقيمة 100 مليون $ [34].

قد يبدو منطقياً أن يدافع المرء عن هذه البواليص التشاركية للتأمين على الحياة باعتبارها تتوافق مع مبدأ المساومة على مطال الذراع بين المدير ومجلس الإدارة من حيث إنها توفر الضرائب على الطرفين؛ لأنها تستفيد من ثغرة قانونية في نظام الضرائب -لم يتم سدها إلا حديثاً عبر قانون أصدرته إدارة الإيرادات الضريبية الداخلية في الولايات المتحدة الأمريكية- كانت تسمح للشركات باستخدام بواليص التأمين التشاركية لمنح مديريها مكافآت معفية من الضرائب[35]. غير أن وجود طرف ثالث في هذه العملية -هو شركة التأمين- يجعلها تجر وراءها تكاليف تحويل باهظة تطغى على أي مكاسب لها علاقة بالإعفاءات الضريبية. تجدر الملاحظة هنا أن الشركات لا تعرض مثل هذه البواليص على موظفيها العاديين؛ الأمر الذي كان متوقعاً لو كانت تلك البواليص وسيلة فاعلة وعملية لمنح التعويضات للموظفين. لكن، بغض النظر عما إذا كانت البواليص التشاركية للتأمين على حياة المديرين تضمن وفراً في الضرائب يفوق تكاليف التحويل المدفوعة لشركات التأمين أم لا، فإنها بكل تأكيد تكافئ المديرين بمبالغ كبيرة من المال بغض النظر عن سوية أدائهم.

الهبوط اللطيف في حالات الفشل الكلي

إن الربط بين الأجر والأداء لا يتوقف فقط على مدى مكافأة المديرين على أدائهم الجيد، بل أيضاً على مدى محاسبتهم على أدائهم السيئ. ولذلك لا بد لنا ونحن ندرس العلاقة بين الأجر والأداء من أن نأخذ كلفة الأداء السيئ على المديرين في الحسبان. من اللافت في الوقت الراهن أن غالبية عقود التعويضات الموقعة مع المديرين تضمن لهم معاملة سخية ومتسامحة جداً حتى في حال فشلهم الذريع.

وكما رأينا في الفصل 7، حتى في الحالات النادرة التي يجري فيها إقالة المديرين بسبب أدائهم السيئ يلجأ مجلس الإدارة إلى منح أولئك المديرين دفعات مالية وداعية سخية ومجانية. ولا تكون تلك الدفعات المالية بديلاً عن تعويضات نهاية الخدمة التي عادة ما تتضمنها عقود المديرين عموماً؛ بل إنها تضاف إليها في أغلب الحالات. وبالمحصلة فإن المبالغ المالية الكبيرة التي تدفع للمديرين المقالين إنما تخفض من ثمن الخطأ الذي يجب أن يدفعه المدير المخطئ في حال كانت العلاقة بين الأجر والأداء قوية بالقدر الكافي.

ومن بين أكثر أمثلة الهبوط اللطيف المعروفة في السنوات القليلة الماضية ما حدث للسيدة جيل باراد، التي شغلت منصب مدير عام شركة ماتل، فقد حصلت على مبلغ 50 مليون $ على شكل تعويض نهاية خدمتها التي لم تدم سوى سنتين اثنتين، هبطت أثناءها أسهم شركة ماتل بمقدار 50 بالمئة، الأمر الذي كلف حملة أسهم الشركة مبالغ طائلة فاقت في مجموعها 2.5 مليار $. وفي مثال آخر دفعت شركة كونسيكو مبلغاً قدره 49.3 مليون $ لمديرها العام المغادر ستيفن هيلبرت الذي ترك الشركة في حالة مالية متخلخلة[36]. ومن ثمَّ قدم مجلس الإدارة للمدير العام الجديد غاري فندت رزمة تعويضات تضمن له أكثر من 60 مليون $ حتى في حال فشله. وبدورها منحت شركة بروكتر & غامبل مديرها العام المغادر دارك دجيغر مبلغاً قارب 9.5 مليون $ مع أن خدمته في الشركة لم تتعد 17 شهراً، شهدت أثناءها أسهم شركة بروكتر & غامبل هبوطاً كبيراً في قيمتها وصل إلى 50 بالمئة، الأمر الذي أدى إلى خسارة كلية في رأس مال الشركة فاق 70 مليار $.

إن تقديم الوعود بهبوط لطيف كهذا ليس أمراً غير اعتيادي. فقد حصل هنري سيلفرمان المدير العام لشركة سندانت على عقد يضمن له تعويضاً مالياً نقدياً بقيمة 160 مليون $ في حال تمت إقالته أثناء عامي 2003، و2004، لأي سبب كان، سوى عدد قليل جداً من الأسباب المنصوص عليها بدقة. وقد حصل روبرت نارديلي المدير العام لشركة هوم ديبوت على وعد خطي بأنه في حال استقال أو أقيل لأن سبب كان من بين طيف واسع من الأسباب أثناء سنوات عقده الثلاث الأولى، تتعهد الشركة بأن تدفع له جميع التعويضات المنصوص عليها في العقد وعن كامل المدة، وأن تعفيه من تسديد قرض بقيمة 10 مليون $، وأن تدفع له 20 مليون $ على شكل تعويض نقدي. أما مايكل آيسنر المدير العام لشركة ديزني فقد حصل على تعهد بمكافآت سنوية بعد انتهاء خدمته تُدفع له في حال استقال أو أقيل لأي سبب كان ما عدا في عدد قليل جداً من الحالات، وبحيث تستمر الشركة في دفع المكافآت له لسنتين اثنتين بعد انتهاء مدة العقد الأصلي ولا تقل قيمة المدفوعات التي يحصل عليها سنوياً عن 6 ملايين $ [37].

إن هذه الرزم السخية من تعويضات نهاية الخدمة المقدمة للمديرين كثيراً ما تكون مضمونة تماماً ما لم تتم إقالتهم لأسباب عادة ما تكون محددة على نحو ضيق جداً كالخيانة والاحتيال والقيام بالأعمال المحظورة والإهمال الشديد وارتكاب الأعمال الأخلاقية المشينة وفي بعض الأحيان الرفض المتعمد لتنفيذ مقررات مجلس الإدارة. وما دام المديرون لا يتصرفون عن سوء نية على نحو فاضح أو بإهمال مقصود، فإنهم سيضمنون هبوطاً لطيفاً في جميع الظروف الأخرى ومهما كان أداؤهم سيئاً[38].

قد يقول قائل: إن مثل هذه الترتيبات الاحتياطية ضرورية لتقديم الضمان للمديرين الذين يكرهون المجازفة وحمايتهم من عقوبة إنهاء خدمتهم بسبب سوء الأداء. إننا نجد هذا المنطق في تسويغ ترتيبات الضمان هذه غير مقنع. فأول ما يصدمنا أن هذه الرزم السخية عادة ما تضمن للمديرين العامين المقالين تعويضات في نهاية خدمتهم تساوي مجموع ما يتقاضونه من أجر أثناء ثلاث إلى أربع سنوات من عملهم النظامي. ولما كانت مدة عقود أولئك المديرين في الوضع الطبيعي لا تتجاوز ثلاث السنوات، فإن أحدهم عندما يفصل من الخدمة فإنه لن يخسر كثيراً عما لو كان بقي في منصبه حتى انتهاء مدة عقده.

فضلاً عن ذلك، من واجب ترتيبات نهاية الخدمة التي تأخذ هذا الضمان في الحسبان التي تنطلق من مبدأ حماية المدير أن تتوقف عن تقديم التعويضات للمدير المقال في حال مباشرته العمل في منصب آخر. ومع ذلك نجد أن 2 بالمئة فقط من الشركات الخمس مائة الأكبر في أمريكا والمدرجة على لائحة إس & بي 500 تلجأ إلى إدخال أي خفض في تعويضات نهاية الخدمة لمديريها في حال قبولهم شغل منصب جديد. وفي الغالبية العظمى من تلك الشركات فإن المدير غير ملزَم على الإطلاق بالبحث عن عمل جديد أثناء المدة الممتدة من لحظة فصله من الخدمة لحين انتهاء عقده الأصلي، وفي حال وجد المدير عملاً جديداً فإن تعويضاته لا تخفض على الإطلاق[40]. إذاً فترتيبات نهاية الخدمة لا تحمي المديرين من عواقب إقالتهم من مناصبهم فحسب، بل إنها تحفزهم على ترك عملهم والانتقال لشغل منصب جديد في مكان آخر.

الملاحظة الأخيرة، وربما الأهم، حول مسألة ترتيبات الضمان في حال إنهاء الخدمة تتمثل في أن الموظفين العاديين هم أكثر حاجة لمثل هذه الترتيبات من المديرين. فأولئك الموظفون يكونون على العموم أكثر عرضة لإنهاء خدمتهم من المديرين، لكنهم نادراً ما يحصلون على تدابير احتياطية تحميهم من عواقب إنهاء خدمتهم. وإذا ما أخذنا بالحسبان الثروة الضخمة التي يجمعها المديرون أثناء أجورهم ومكافآتهم المرتفعة وتعويضات التقاعد السخية التي تُمنح لهم بعد تركهم العمل، يمكننا أن نجزم بأنهم أقل عرضة للمخاطر وأكثر قدرة على حماية أنفسهم من الموظفين العاديين. وبالإضافة إلى ذلك كله، فإن رزم التعويضات الضخمة التي تمنح للمديرين عادة ما تُسوّغ أيضاً بأنها تشكل حافزاً لهم لكي يحسنوا أداءهم. من حقنا إذاً أن ننتظر من التعويضات التي تمنح للمديرين أن تكون أكثر ارتباطاً بالأداء من التعويضات التي تمنح للموظفين العاديين – وأن نتوقع تالياً أن يحصل المديرون في حالات الفشل الذريع على إجراءات حماية أخف من تلك الممنوحة للموظفين العاديين، لا أشد منها.

بالطبع يمكن القول إن تعويضات نهاية الخدمة التي تدفع للمديرين تهدف إلى حمايتهم في حال إجبارهم على الاستقالة لأسباب لا علاقة لها بسوء أدائهم. لكن الحقيقة والواقع

يناقضان هذا المنطق، إذ إنه من غير المعتاد أن تقيل مجالس الإدارة المديرين حتى في حال سوء أدائهم، ولذلك من المستبعد جداً أن تبادر إلى إقالة أولئك الذين يؤدون أداءً مُرضياً بالحد الأدنى. يعود أحد الأسباب الرئيسة في ذلك إلى أن المديرين، خلافاً لسواهم من الموظفين، لا يواجهون خطر إلغاء أماكن عملهم نتيجة لأي إصلاحات إدارية تعتمدها الشركة. وبالإضافة إلى كل ما سبق، فحتى لو كان المديرون يواجهون فعلاً إمكانية إقالتهم في حال سوء أدائهم، فلا ضير في ذلك؛ إذ إن التلويح بغرامة مالية ضخمة سيؤدي بالتأكيد إلى المزيد من التحفيز شرط أن تكون الإقالة مرتبطة بحالات سوء الأداء فقط.

في جميع الأحوال، من الممكن (إن كان ذلك مطلوباً) أن يضمن المرء الأمرين معاً: (1) أن يحرم المديرَ الذي يظهر أداء سيئاً جداً من أي تعويضات سخية وغير مسوغة في نهاية خدمته، و(2) أن يحمي المدير الذي يكون أداؤه مناسباً من الإقالة التعسفية نادرة الحدوث أصلاً. بوسع عقود التعويض أن تتضمن نصاً صريحاً يفيد بأن المدير العام لا يحصل على أي تعويض نهاية خدمة لدى مغادرته الشركة أو أن التعويض الذي سيحصل عليه سيكون مخفّضاً إلى حد كبير، في حال توافر شروط موضوعية وواضحة تثبت باحتمال كبير أن أداء المدير كان سيئاً جداً. فمن الممكن أن يتضمن العقد على سبيل المثال خفضاً في تعويض نهاية الخدمة الذي يحصل عليها المدير المغادر في حال كان أداء الشركة (من حيث قيمة أسهمها في السوق أو من حيث إيراداتها أو أرباحها) سيئاً بقدر كاف بالمقارنة مع نظيراتها في القطاع الاقتصادي عينه. لكننا لا نجد مثل هذه الفقرات في عقود المديرين المعمول بها حالياً. وبهذا نجمل أن التعويضات السخية التي تمنح للمديرين في نهاية خدمتهم بغض النظر عن أدائهم إنما تفاقم ظاهرة فك الارتباط الموجودة أصلاً بين الأجر والأداء.

أسطورة تحديد الأجر غير المرتبط بالأداء

في التسعينيات من القرن المنصرم، حيث كان المديرون يحصلون على سويات عالية جداً ومتزايدة باطراد من التعويضات، ساد الاعتقاد بأن تلك التعويضات مرتبطة إلى حد كبير بأداء أولئك المديرين. وجاء دخول المادة 162(m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية حيز التنفيذ في أمريكا ليعزز ذلك الاعتقاد السائد. فتلك المادة تحدد جزء التعويضات غير

المرتبط بالأداء، والذي يمكن إعفاؤه من الضرائب بمليون $. لذا نشأ الانطباع لدى العامة بأن تلك التعويضات قد جرى تحديدها فعلاً وبأن أي مبالغ تفوق المليون $ تكون مرتبطة بقوة بأداء المديرين. لكن هذا الانطباع لم يكن صحيحاً على الإطلاق.

فالحقيقة الأولى التي نود الإشارة إليها هي أن المديرين في العديد من الشركات يحصلون على أجور تتخطى عتبة المليون $، على الرغم من أن ما يزيد عن ذلك المبلغ لا يمكن إعفاؤه من الضرائب[41]. وفي تلك الحالات فإن استخدام الأجر غير المرتبط بالأداء لا يخفق فقط في تحقيق التحفيز المطلوب؛ بل إنه يثقل كاهل الشركات بأعباء ضريبية ضخمة. واللافت أن 22 بالمئة فقط من الشركات التي تدفع لمديريها أكثر من مليون $ سنوياً على شكل تعويضات غير مرتبطة بالأداء، تلجأ إلى أساليب التأجيل والمناقلة على المبالغ الفائضة عن عتبة المليون $ كلياً أو جزئياً، وذلك بغية تحويلها إلى تعويضات يمكن إعفاؤها من الضرائب[42].

بالإضافة إلى ذلك، ومع أن الشركات تلجأ إلى اعتبار معظم المكافآت المدفوعة للمديرين أجراً مرتبطاً بالأداء، وذلك لكي لا تقع في حكم المادة 162(m)، فإن تلك المكافآت كثيراً ما تكون ضعيفة الارتباط الفعلي بالأداء. فكما رأينا سابقاً فإن تلك المكافآت تمنح بناءً على تحقيق شروط وأهداف سهلة لا تعكس الأداء الفعلي للشركة بالمقارنة مع نظيراتها في السوق، كما إن تلك التعويضات عادة ما تكافئ المديرين على أمور لا تتعلق من قريب أو بعيد بأدائهم الفعلي – على نحو التطورات الإيجابية العامة في السوق عامة أو في القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة، أو أي تطورات أخرى محكومة بالمصادفة الصرفة، أو إبرام صفقات الضم، وما إلى ذلك.

فضلاً عما تقدم، وكما رأينا في فصلين سابقين، فإن المديرين يحصلون على قيمة إضافية كبيرة أثناء ترتيبات التقاعد، والتعويضات المؤجلة، وعلاوات ما بعد التقاعد، وأجور تقديم الاستشارة والخبرة، وترتيبات القروض الميسَّرة؛ وكلها تعويضات منفصلة إلى حد كبير عن الأداء الفعلي للمديرين. إن الجزء الأكبر من تلك التعويضات لا يتم ذكره في الاستمارات المقدمة لهيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية، ولا تدخل تلك التعويضات

في أي من إحصاءات الأجور التي يعتمدها خبراء الاقتصاد المالي في دراساتهم. إن هذه التعويضات الكبيرة المقدمة «خلسة» للمديرين التنفيذيين تفاقم ظاهرة فك الارتباط بين الأجر القائم على غير حقوق الملكية من جهة والأداء من جهة أخرى.

بالمحصلة، يمكننا القول: إن جزءاً كبيراً من تعويضات المديرين، والقائمة على غير حقوق ملكية الخيارات أو ملكية الحصص والأسهم المقيدة، لا يرتبط إلا ارتباطاً ضعيفاً بأدائهم. وبذلك تفوت الشركات على أنفسها فرصة كبيرة حين تفشل في تسخير ذلك الجزء الكبير من تعويضات المديرين لتحفيزهم على تحسين أدائهم. ولا داعي هنا للقول: إن هذا الارتباط الضعيف بين الأداء والأجر القائم على غير حقوق الملكية ليس قدراً محتوماً لا يمكن تفاديه. فمن السهل على سبيل المثال تحديد ترتيبات المكافآت والرواتب بحيث تتم مكافأة المديرين على ما أظهروه من أداء جيد بالمقارنة مع نظرائهم. غير أنه من الواضح أن الشركات قد فصلت التعويضات القائمة على غير حقوق الملكية فصلاً كاملاً عن الأداء، لأن أولئك الذين قاموا بتحديد ترتيبات الأجر والتعويضات والمكافآت قد اختاروا ذلك الفصل عن سابق قصد.

قد يحاول المدافعون عن ممارسات التعويض السائدة هذه أن يقللوا من أهمية ما ذكرناه حتى الآن وأن يشككوا في قوة دلالته بقولهم: إن الارتباط الضعيف بين الأجر المستند إلى غير حقوق الملكية من جهة والأداء من جهة أخرى يسوغه وجود ارتباط قوي بين الأداء والأجر القائم على حقوق الملكية. لكن ذلك، وكما سنرى على مدى الفصول القادمة، غير صحيح ولا يتفق مع ما يجري على أرض الواقع. فجزء كبير من تعويضات المديرين على شكل ملكية أسهم وخيارات هو أيضاً غير مرتبط بأدائهم الفعلي. وكما هو الحال بالنسبة للأجر القائم على غير حقوق الملكية، فإن ارتباط الأجر القائم على حقوق الملكية بالأداء أضعف جداً مما يعتقد الكثيرون.

11 ثمار المصادفة في خيارات الأسهم التقليدية

إن الأرباح الضخمة لخيارات الأسهم الممنوحة للمديرين الذين يظهرون سوية أداء أدنى من المتوسط يجب أن تدفع حتى أعتى عتاة المدافعين عن أنظمة الرواتب والتعويضات السائدة في الشركات إلى التوقف واستخلاص العبر.

ألفرد رابابورت، في مجلة هارفارد بيزنس ريفيو، 1999

لقد ثبت في الماضي أن تعويضات المديرين القائمة على غير حقوق الملكية كانت على الدوام ضعيفة الارتباط بأدائهم. من هنا تطلّع حملة الأسهم وصناع القرار في الشركات إلى التعويضات القائمة على حقوق الملكية ووضعوا فيها آمالهم من أجل تقوية الارتباط بين الأجر والأداء. هكذا بدأ أصحاب المؤسسات الاستثمارية وواضعو القوانين الفدرالية في أوائل التسعينيات، وبدعم من خبراء الاقتصاد والتمويل، بتشجيع الشركات على الاعتماد على أشكال الأجر القائمة على حقوق الملكية من أجل تحفيز المديرين لتحسين أدائهم. فغدت ملكية خيارات الأسهم إحدى أهم مركبات تعويضات المديرين في ذلك العقد من الزمن.[1]

غير أن اللجوء إلى التعويضات القائمة على حقوق الملكية لم يفض إلى النتائج المرجوة ولم يرتق إلى مستوى التوقعات. فقد نجح المديرون أثناء نفوذهم وسلطتهم ضمن دوائر القرار في القبض على سدة القيادة في قاطرة خيارات الأسهم وتوجيهها باتجاه مصالحهم الخاصة بعيداً عن مصالح شركاتهم. وكنتيجة لذلك حصلوا على خطط أو رزم لخيارات الأسهم بعيدة كل البعد عن تلك الخطط أو الرزم التي كانت ستنتج عن مساومات موضوعية ومهنية على مطال الذراع بين المديرين ومجالس إدارة الشركات. وهكذا ضمنت تلك الخطط للمديرين سويات متنامية باستمرار من التعويضات وفشلت في الوقت ذاته في

تقديم أي حوافز فعلية تدفع المديرين باتجاه تعظيم قيمة رأس المال على نحو فاعل وبأقل كلفة ممكنة.

تصميم خطط خيارات الأسهم: الشيطان يكمن في التفاصيل

علينا أن نؤكد في مستهل نقاشنا أننا ندعم وبقوة المبدأ العام الذي تنطلق منه فكرة منح التعويضات القائمة على حقوق الملكية في رأسمال الشركة. فهناك مؤشر قوي، على الأقل ضمن حدود معينة من سويات الملكية، على أن المديرين الذين يملكون كمية أكبر من أسهم الشركة التي يديرونها ينجحون أكثر في رفع قيمة أسهمها[2]؛ ولأن التعويضات القائمة على ملكية خيارات الأسهم من شأنها أن تزيد من نسبة ملكية المديرين لرأسمال الشركة، وتساعد بذلك على ربط الأجر بالأداء، فإن باستطاعتها أن تقدم لأولئك المديرين الحافز المطلوب لخدمة مصالح حملة الأسهم.

لكن حقيقة أن حقوق ملكية رأس المال تقدم للمديرين الحافز المطلوب لا يعني بحال من الأحوال أن من مصلحة حملة الأسهم إغداق الأسهم والخيارات والحصص على المديرين دون تفكير ملي ومهما كلف الأمر. وكما هو الحال بالنسبة لأمور كثيرة أخرى، فإن الشيطان يكمن في التفاصيل. فقبل الحكم على أي خطة لملكية خيارات الأسهم وتحديد ما إذا كانت في صالح حملة الأسهم أم لا، على المرء أن يتحقق من أن الحوافز التي توفرها تلك الخطة تدفع فعلاً بالاتجاه المطلوب المتفق مع صالح حملة الأسهم؛ وإذا كانت كذلك، على المرء أن يتحقق تالياً من أن تفاصيل تلك الخطة - عدد وشروط الخيارات والحصص المدرجة فيها - قد جرى وضعها لتنتج الحوافز المطلوبة بأقل كلفة ممكنة. فلا شك في أن خطة وُضعت من أجل ضمان مصالح المديرين من غير المحتمل أن تزيد من رأسمال حملة الأسهم مثل خطة جرى تصميمها في الأصل وقبل كل شيء انطلاقاً من مصالح حملة الأسهم.

لقد أثبتت دراسة واقعية حديثة أن خطط خيارات الأسهم التي تقدمها الشركات للمديرين لم يتم تصميمها على نحو تصب معه في صالح حملة الأسهم. درس ميتشل حبيب و ألكسندر ليونغكفيست خطط خيارات الأسهم المقدمة للمديرين العامين في الشركات الأمريكية المطروحة أسهمها للتداول العام بين عامي 1992، و1997، وحددا ما لتلك الخطط

من أثر على مصلحة حملة الأسهم[3]. خلصت الدراسة إلى أن مجالس الإدارة عادة ما تمنح المديرين العامين عدداً مبالغاً فيه من خيارات الأسهم: ففي المحصلة كانت الأرباح التي جناها المسهمون من جراء الحوافز التي ولدتها خطة خيارات الأسهم السابقة أقل من ثمن تلك الخيارات الذي بطبيعة الحال دفعه المسهمون من أموالهم. وبعبارة أخرى خلصت الدراسة إلى أن قيمة أسهم الشركة تزداد بانخفاض عدد الخيارات الممنوحة لمديرها العام. هذه النتيجة جرى تأكيدها بدراسة أخرى قام بها سالومون سميث بارني على الشركات الخمس مئة الأكبر في أمريكا والمدرجة على لائحة إس & بي 500 وخلصت إلى أن الشركات التي لجأت إلى الاعتماد على خيارات الأسهم سبيلاً لتقديم التعويضات للمديرين والموظفين العاديين أظهرت أداء أسوأ من متوسط أداء تلك المجموعة[4].

سنظهر في هذا الفصل، كما في الفصول الآتية، أن خطط خيارات الأسهم التي تم اعتمادها في الغالبية الساحقة من شركات الأسهم العامة قد جرى تصميمها بما يحقق مصلحة المديرين، لا مصلحة حملة الأسهم. فخطط خيارات الأسهم التي تستند إليها الشركات حالياً تقدم للمديرين تعويضات سخية لا علاقة لها بسوية أدائهم يجرى تعليبها وإظهارها على نحو يبدو منطقياً وعادلاً ومقبولاً. غير أن هذه الخطط تحوي خصائص أو جوانب عدة يصعب تسويغها أو الدفاع عنها في مساومات على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة. يتمثل أحد تلك الجوانب في عدم تمكن خطط الخيارات تلك من استبعاد أو فلترة ثمار المصادفة التي لا تكون نتيجة لأداء المديرين الفعلي بل نتيجة لعوامل أخرى لا صلة لهم بها.

مزايا خفض ثمار المصادفة

انطلاقاً من مفهوم تقديم الحوافز الفاعلة للمديرين، فإن المطلوب أن تحدد أجورهم وفق المعيار الذي يحوي أكبر قدر من المعلومات الواضحة عن أدائهم، أي المعيار الذي يعكس على النحو الأفضل أفعال المديرين وأدائهم الفعلي[5]. غير أن أفعال المدير ليست قابلة للملاحظة المباشرة والتحقق الأكيد. ومن جهة أخرى فإن نتائج الميزانية عادة ما تفشل في إظهار فرص النمو الحقيقية والكامنة في الوقت الراهن. لذلك قد يبدو سعر سهم الشركة أداة فعالة للحكم على أداء مديريها.

غير أن تقلبات سعر سهم الشركة، دون تصحيحها ومقارنتها مع بقية الشركات في السوق، لا يمكن أن تقدم مؤشراً جيداً على الأداء الفعلي لمديريها. فسعر سهم الشركة قد يرتفع لأسباب خارجة عن إرادة مديريها ولا علاقة لها لا بجهودهم ولا بقراراتهم. فانخفاض أسعار الفائدة على سبيل المثال قد يؤدي إلى ارتفاع ملحوظ في أسعار أسهم الشركات دون أن يحرك مديروها ساكناً. وبالفعل فقد أظهرت دراسة حديثة لأسعار أسهم الشركات في السوق الأمريكية على مدى السنوات العشر المنصرمة أن 30 بالمئة فقط من تغيرات أسعار الأسهم تمثل تعبيراً صادقاً عن أداء تلك الشركات، بينما ينتج 70 بالمئة من تلك التغيرات عن ظروف وتطورات عامة تشمل سوق الأسهم بأكمله[6]. فإذا ما اعتمد التغير الذي يطرأ على سعر سهم الشركة معياراً لأداء مديريها، فإنه قد يحدث أن يكافأ بعض منهم بالرغم من سوء أدائهم، وذلك عندما يطرأ تحسن عام على مستوى السوق بأكملها أو على مستوى القطاع الذي تنتمي إليه تلك الشركة.

بالطبع، عندما يحكم على أداء المديرين عبر التغيرات المطلقة في أسعار أسهم شركاتهم، فإنه قد يحدث أيضاً أن يتحمل المديرون خسائر لا علاقة لهم بها ولم تنتج عن أدائهم الفعلي، وذلك عندما يطرأ هبوط عام في أسعار البورصة أكان ذلك على مستوى السوق أم على مستوى القطاع الذي تنتمي إليه تلك الشركات. إلا أن تعلق أجر المديرين باهتزازات أسعار أسهم السوق أو القطاع بوجه عام صعوداً أم هبوطاً هو في المحصلة أمر إيجابي بالنسبة للمديرين؛ إذ يكفي أن نأخذ بالحسبان ميل السوق عامة إلى النمو لكي نتوقع على المدى الطويل تحسناً عاماً في أسعار أسهم الشركات. من هنا يمكننا القول: إن تأثير تغيرات السوق والقطاع سيؤدي مع مرور الزمن إلى تراكم الأرباح لا الخسائر لدى المديرين.

حتى لو كان احتمال صعود أسعار الأسهم في السوق أو القطاع يساوي احتمال هبوطها، فإن خطط خيارات الأسهم مصممة على نحو يجعلها تكافئ المدير لدى ارتفاع أسهم السوق باحتمال أكبر من احتمال معاقبته لدى هبوطها. وفي أسوأ الحالات قد تؤدي اهتزازات السوق السلبية إلى جعل خيارات الأسهم التي يمتلكها المدير بلا قيمة، في حين إن التطورات الإيجابية السريعة التي تطرأ على السوق قد تدر على المدير أثناء خيارات الأسهم عينها أرباحاً لا حدود لها. إذاً، صحيح أن احتمال حدوث تطورات سلبية سريعة في السوق أو

القطاع يؤدي إلى خفض قيمة خيارات الأسهم التي يملكها المديرون، لكن ذلك الخفض يبقى أقل من الارتفاع الذي تسببه التطورات الإيجابية السريعة. يمكن إجمال ما سبق بالقول إن تقلبات أسعار الأسهم في السوق أو القطاع ستؤدي بالمحصلة إلى زيادة قيمة خيارات الأسهم التقليدية التي يمتلكها مديرو الشركات.

وإذا ما أردنا النظر إلى خطة خيارات الأسهم من منظار مصلحة حملة الأسهم، فإنها يجب أن تصمم لتحقق أحد أمرين اثنين: إما تعظيم الحوافز بالقياس إلى المال المصروف ثمناً لوسائل التحفيز، وإما تحقيق سوية معينة من الحوافز بأقل كلفة ممكنة. عندما يكافأ المدير على تغيرات عامة في أسعار الأسهم في السوق عامة أو في القطاع الذي تنتمي إليه شركته، يعني ذلك أن أموال حملة الأسهم لم تُصرف على النحو الأمثل. فقد كان بمقدور الشركة أن تحقيق الحوافز عينها بكلفة أقل، أو أن تحقق سوية أفضل من الحوافز بالكلفة عينها.

لنفترض على سبيل المثال أن شركة ما تقدم لمديريها 1000 خيار لشراء أسهم للشركة بالسعر الراهن الذي يبلغ 100$. إن جزءاً من القيمة المتوقعة لهذه الخيارات -أو من الكلف المتوقعة على حملة الأسهم ثمناً لهذه الخيارات- ينتج عن حقيقة أن أسعار تلك الأسهم قد ترتفع بغض النظر عن جهود المديرين. فإذا أدت المتغيرات التي تطرأ على حقل عمل الشركة أو السوق عامة إلى رفع أسهم تلك الشركة، فإن المديرين سيكافؤون على هذا الارتفاع، وسيدفع المسهمون ثمن المكافأة دون أن يكون لها أي أثر على تحفيز المديرين لتحسين أدائهم.

لا شك في أن التعويضات ستكون موجهة أكثر باتجاه تحقيق غرض التحفيز، عندما تُستبعد التغيرات التي تطرأ على أسهم الشركة التي لا تنتج عن جهود يبذلها المديرون من حسابات التعويضات الممنوحة لهم. ومع أن تحديد جميع تلك التغيرات التي لا تنتج عن جهود المديرين يمثل أمراً بالغ الصعوبة، إلا أن تحديد التغيرات الناتجة عن تطورات عامة في السوق أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة هو بالتأكيد أمر ممكن، ومن السهل استبعاد تأثير تلك التغيرات العامة على سعر سهم الشركة أثناء قياس أداء الشركة بالاسترشاد بقيم سهلة الحساب تعبر عن الأداء العام للشركات في السوق عامة أو في القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة.

إن إبعـاد مركبـة التعويضـات التي لم يستحقهـا المديرون بجدارتهم مـن قيمة خيارات الأسهـم الممنوحـة لهم أو التقليل من حجـم تلك المركبة -ما يعني التحـول من نوع خيارات الأسهـم التقليديـة إلى نوع خيـارات الأسهم منقوصة ثمـار المصادفة- مـن شأنه أن يؤدي إلى خفض كبير في الكلف المتوقعة للتعويضـات الممنوحة على شكل خيارات لشراء الأسهم. لقـد أفضت الدراسة التي قـام بها جيمس أنجل و دوغلاس ماك كايـب إلى أن كلفة تقديم خيـارات الأسهم التقليدية لمديري أكبر مائة شركة مدرجـة على لائحة إن واي إس إي أكبر بأكـثر مـن 41 بالمئة من كلفة تقديم خيـارات الأسهم بعد استبعاد أثر تقلبـات السوق[7]. إن مقدارخفض كلف الخيارات المقدمة للمديرين عبر اعتمـاد خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة يمكن توفيره أو توظيفه من أجل منح المديرين تعويضات إضافية تكون أكثر كفاءة في إنجاز التحفيز المطلوب.

الطرائق الكثيرة المتاحة لإنقاص ثمار المصادفة

هناك طيف واسع من الطرائق التي تسمح بإنقاص ثمار المصادفة التي يجنيها المديرون التـي تنتج عـن ارتفاع في أسعار أسهـم شركاتهم لا علاقة له بأدائهـم الفعلي أو بجهودهم الخاصـة. بعضـ تلـك الطرائق تلجأ إلى مـا يسمى «الفهرسـة» أو ما يماثلها مـن إمكانات تصحيح سعر استخدام خيارات الأسهم الممنوحة للمديرين. في حين ترتكز مجموعة أخرى من الطرائق على جعل استحقاق الخيارات، في مجملها أو في جزء منها على الأقل، مشروطاً بتحقيـق نسبة نمو دنيا لسعـر سهم الشركة (تساوي على سبيل المثـال نسبة النمو الوسطي لأسعار أسهم الشركات الأبطأ نمواً التي يبلغ عددها 20 بالمئة من مجموع الشركات المدرجة ضمـن القطاع الاقتصادي الـذي تنتمي إليه الشركة). إذاً، أمـام مصممي خطط خيارات الأسهـم الحريـة الكاملـة في اعتماد الطرائـق التي يرونهـا مناسبة من أجـل إنقاص ثمار المصادفـة التي يجنيها المديرون بالقدر الذي يرونه مناسباً وبما يتفق والحالة الخاصة التي يبتغـون معالجتها. وإن هذا التنوع الكبير للطرائق المتاحة أمام الشركات وتدرجها من قاس إلى معتـدل إلى لطيف، هو ما يزيد من حيرتنا أمـا حقيقة أن غالبية الشركات لا تبادر إلى فلترة أي قدر من ثمار المصادفة التي يجنيها المديرون.

الفهرسة:

تمثل فهرسة سعر استخدام خيارات الأسهم أبرز الطرق المعروفة لإنقاص ثمار المصادفة، وتعني تعديل ذلك السعر ارتفاعاً أو هبوطاً مماشاة لتقلبات أسعار أسهم باقي الشركات إما في القطاع الاقتصادي وإما في السوق عامة، فتتم بذلك فلترة أثر تلك التقلبات على سعر استخدام خيارات الأسهم الممنوحة للمديرين. بالطبع، إن فهرسة خيارات أسهم الشركة قياساً إلى مؤشر أسعار أسهم باقي الشركات في الحقل الاقتصادي الضيق الذي تعمل في الشركة سيؤدي أيضاً إلى فلترة أثر تقلبات أسعار الأسهم في القطاع الاقتصادي الأوسع بالإضافة إلى فلترة أثر السوق عامة[8]. لقد دعا ألفرد رابابورت إلى اعتماد هذه الطريقة في مقالة له بمجلة هارفرد بيزنس ريفيو لاقت الكثير من الاهتمام من قبل الباحثين في مجال الإدارة والممارسين في السوق، لكنها لم تلق اهتماماً يذكر من مجالس الإدارة[9].

إن خيارات الأسهم المفهرسة، وأثناء تقوية الارتباط بين الأجر والأداء، تنجح في تعظيم فاعلية الحوافز بالقياس إلى أثمانها، الأمر الذي يضع الشركات أما خيارين اثنين: إما خفض الكلف دون إضعاف الحوافز، وإما تقوية الحوافز (عن طريق منح عدد أكبر من الخيارات) بالكلفة نفسها.

لنأخذ على سبيل المثال شركة تقدم اليوم لمديريها 1000 خيار تقليدي لشراء أسهم الشركة بالسعر الراهن الذي يبلغ 100$. ولنفترض أن بمقدور تلك الشركة وبالكلفة نفسها أن تقدم لمديريها 1500 خيار مفهرس بسعر قدره 100$ مضروب بمعامل تصحيح يأخذ تقلبات السوق بالحسبان. فإذا كان الارتفاع الوسطي لأسعار الأسهم في السوق 30 بالمئة منذ منح الخيارات، فإن سعر استخدامها يغدو 100$ × (1.30) أي 130 $. إن هذه الخطة البديلة ستزود المديرين بحوافز أقوى تدفعهم أكثر من ذي قبل إلى تحسين أدائهم؛ لأنها تكافئهم بما قيمته 1500$ بدلاً من 1000$ في الخطة التقليدية عن كل زيادة دولار واحد تطرأ على سعر السهم وتكون نتيجة لجهودهم الفعلية، لا لتقلبات السوق بوجه عام[10].

إن هذه الطريقة النظامية المعروفة لفهرسة خيارات أسهم الشركة، سواء وفقاً لتطورات السوق ككل، أم لتطورات سلة من الشركات المشابهة، لا تمثل الإمكانية الوحيدة

للفهرسة. هنالك من يعارض فهرسة خيارات أسهم الشركة المقدمة للمدير وفقاً لمتوسط أداء نظيراتها من الشركات، وذلك انطلاقاً من أنه في هذه الحال هناك احتمال كبير ألا يحقق المدير أي أرباح من خياراته[11]. إن من يتبنى تلك الرؤية قد يفضل شكلاً أكثر اعتدالاً من أشكال الفهرسة، يتم فيه رفع سعر استخدام الخيارات بمقدار يعادل جزءاً فقط من الارتفاع الوسطي لأسعار الأسهم في القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة. وهنالك أيضاً بدائل أخرى من أشكال الفهرسة يتم فيها تصحيح سعر استخدام الخيارات لا عن طريق ربطه بوسطي أداء الشركات الأخرى، بل عن طريق ربطه بأداء مجموعة محددة من الشركات في السوق، ولنقل على سبيل المثال بأداء تلك الشركات المدرجة في الربع الأسفل أو العشر الأسفل على لائحة الشركات في السوق أو في حقل عمل الشركة المعنية.

تجدر الملاحظة إلى أن الفهرسة لا تؤدي دائماً إلى رفع سعر استخدام الخيارات، بل قد تؤدي أيضاً إلى خفضه عندما يطرأ هبوط عام في أسعار الأسهم في السوق أو القطاع. ومع أن فهرسة الخيارات حينئذ سترتب على الشركة كلفة إضافية قياساً إلى كلفة الخيارات التقليدية، إلا أنها تقدم للمديرين حافزاً قوياً يدفعهم إلى الحفاظ على أداء شركتهم أفضل من نظيراتها في مدد تدهور أوضاع السوق أو القطاع. وكما سنرى في الفصل اللاحق، فإن الشركات التي تعتمد خطط خيارات الأسهم التقليدية غير المفهرسة تعمد في حال هبوط الأسعار في السوق أو القطاع -الأمر الذي يجعل تلك الخيارات تبدو بلا فائدة- إلى منح مديريها خيارات جديدة بديلة عن السابقة أو إلى إعادة تسعير الخيارات القديمة. إن فهرسة خيارات الأسهم تقدم حلولاً آلية لمثل هذه الحالات وتنجز التصحيحات المطلوبة نحو الأعلى أو نحو الأدنى من تلقاء ذاتها.

طرائق أخرى لإنقاص ثمار المصادفة:

مع أن ربط سعر استخدام الخيارات بمؤشرات السوق أو القطاع يعد أكثر الطرائق المتبعة لإنقاص ثمار المصادفة انتشاراً؛ إلا أنها ليست الطريقة الوحيدة. إحدى الطرائق البديلة تتمثل في ربط استحقاق تلك الخيارات بسوية معينة من الأداء، ما يعني أن المديرين وفق خطة تعتمد هذه الطريقة سيخسرون خياراتهم في حال فشلوا في تحقيق الأهداف المحددة لهم. أما سعر الاستخدام فعادة ما يحدد بسعر سهم الشركة بتاريخ منح الخيارات. عندما

يحقق المدير الأهداف المتفق عليها تستحق خياراته وبإمكانه حينئذ استخدامها والاحتفاظ بجميع الأرباح التي حققتها الأسهم منذ تاريخ منحها.

قد تتم صياغة الأهداف المتفق عليها بالاعتماد على أحد مؤشرات أسعار الأسهم، كأن تستحق خيارات المدير على سبيل المثال فقط عندما ينجح في الحفاظ على سعر سهم الشركة متفوقاً على مؤشر أسهم الشركات في السوق أو ضمن سلة من الشركات المشابهة وذلك لمدة محددة ومتفق عليها أيضاً. وقد يتم اعتماد مؤشرات أخرى غير مؤشر أسعار الأسهم من أجل صياغة الأهداف المطلوب تحقيقها قبل استحقاق الخيارات، مثل إيرادات الشركة عن كل سهم من أسهمها أو الربح المحسوب على رأس المال أو خلق رأس المال النقدي على سبيل المثال أو أي صيغة أخرى مركبة من هذه المؤشرات.

وهنا علينا أن نفرق بين خيارات الأسهم المشروطة بتحقيق أهداف محددة، ونوع آخر من خيارات الأسهم المرتبط أيضاً بتحقيق الأهداف المحددة، والذي يمكن تسميته «خيارات الأسهم المعجلة بالأداء الجيد». فهذا النوع من الخيارات يسمح للمديرين بالتصرف بها (أي يجعلها تستحق) في وقت أبكر من موعدها في حال نجحوا في تحقيق أهداف محددة متفق عليها. قد تقدم خيارات الأسهم المعجلة بالأداء الجيد حوافز أقوى من تلك التي تقدمها خيارات الأسهم التقليدية، لأنها تزيد من العوائد التي يحصل عليها المديرون من جرّاء تقديم سوية أداء أفضل من سوية الأداء المتفق عليها. لكن في حال فشل المديرين في تحقيق سوية الأداء المتفق عليها، فإن خيارات الأسهم المعجلة بالأداء الجيد تتحول حينئذ إلى خيارات أسهم تقليدية، حيث إن المديرين سيحتفظون عندئذ، وبغض النظر عن سوية أدائهم، بحقهم في استخدام خياراتهم بالسعر نفسه وفي موعد الاستحقاق نفسه. إذاً فهذا النوع من الخيارات (أي خيارات الأسهم المعجلة بالأداء الجيد) لا يقف عائقاً في طريق حصد ثمار المصادفة التي تقدمها الخيارات التقليدية للمديرين حتى في حال فشلهم.

ومع أننا قد ناقشنا أشكالاً عدة من طرائق إنقاص ثمار المصادفة، إلا أننا لن نحاول في هذا الكتاب تحديد الوجه الأكثر فاعلية من وجوه خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة. فمن غير المنطقي تحديد شكل واحد يناسب جميع الحالات. وإذا حددنا بالفعل طريقة معينة وجدناها الأكثر جدوى بالنسبة للشركات في قطاع اقتصادي ما، فإنه من غير المتوقع أن

تكـون تلك الطريقة هي الأكثر جدوى بالنسبة للشـركات في القطاعات الأخرى أيضاً، بل إن الطريقـة المثلى لإنقاص ثمار المصادفة قد تختلف في الواقع من شركة لأخرى. إن ما قصدنا إيصالـه هو أن هناك بعض الأساليب والطرائق لإنقاص ثمار المصادفة من المحتمل أن تكون مفيدة وفاعلة بالنسبة لعدد كبير من الشركات، ولو لم تكن كذلك بالنسبة لجميعها[12].

ابتعاد الشركات المحير عن توظيف خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة

لقـد دأبـت الشركات في الماضي على تجنب أي وجه من وجـوه خيارات الأسهم منقوصة ثمـار المصادفة، مهما كان معتدلاً أو لطيفـاً. هذا الفشل التام وواسع الانتشار في اعتماد أي آلية لمنع جني ثمار المصادفة قد دعا أحد العلماء المختصين في حقل تعويضات المديرين إلى القول: «إن الغياب التام تقريباً لمثل هذه الآليات يبدو محيراً فعلاً»[13]. ولم يتحرك ساكن في هذه المسألة حتى تكشفت فضائح بعض الشركات، فكان هنالك حراك طفيف –وبضغط من حملة الأسهم– باتجاه اعتماد بعض ترتيبات خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة.

لم تكتف الشركات عموماً بالابتعاد عن شكل الفهرسة المعتاد، الذي يعدل سعر استخدام خيـارات الأسهـم قياساً مع مؤشرات أسعار أسهم الشـركات الأخرى في السوق أو القطاع، بـل إنها ابتعدت أيضاً حتى عن الأشكال الأخرى المعتدلـة واللطيفة للفهرسة التي ذكرناها فيمـا تقـدم. ومن ناحيـة أخرى لم يلجأ سـوى عدد قليل جـداً من الشـركات، قبل تكشف فضائـح الحوكمة، إلى اعتماد أشكال الخيارات المشروطـة التي تفلتر جزءاً على الأقل من ثمـار المصادفة التـي يحصدها المديرون من ضمـن تعويضاتهم. من تلـك الشركات التي اعتمدت شـكل الخيارات المشروطة شركة مونسانتو على سبيل المثال التي ربطت استحقاق خيـارات الأسهم الممنوحة لمديرها العام في أواخر التسعينيـات من القرن الماضي بنجاحه وعلـى مدى خمس سنوات متتالية في تحقيق ربح علـى سهم الشركة يتجاوز ما نسبته 10.5 بالمئـة سنويـاً[14]. وعلى الرغم من أن هذا الإجراء قد لاقى مديحاً واسعاً من قبل الصحافة المختصـة ومن قبل شخصيات معروفة وفاعلة في عالم الأعمال مثل السيد وارن بوفيت، إلا أنـه لم ينجح في الانتشار علـى نحو واسع[15]. فإحصائيات العـام 2002 تظهر أن 8.5 بالمئة فقط من شركات الأسهم العامة الكبرى، التي تعتمد خطط تقديم خيارات الأسهم لمديريها،

عمدت فعلياً إلى ربط استحقاق الخيارات التي تقدمها لمديريها، ولو جزئياً، بتحقيق بعض الأهداف المتفق عليها[16].

وهكذا جرت مكافأة الغالبية العظمى من المديرين على الزيادات المطلقة التي طرأت على أسعار أسهم شركاتهم، وحتى تلك الناتجة عن تغيرات عامة أصابت جميع الشركات في السوق أو القطاع الاقتصادي ولم تستثن أحداً. وبالفعل فأثناء مدة النمو السريع في أسواق البورصة، التي حدثت في التسعينيات من القرن المنصرم، جلبت خيارات الأسهم أرباحاً طائلة لجميع المديرين، حتى لأولئك الذين لم يحققوا أي أهداف تستحق الذكر. لنأخذ على سبيل المثال حالة افتراضية ينمو فيها السوق بنسبة 300 بالمئة، ولنرى ما يجنيه مدير شركة يتراجع نموها عن وسطي النمو في السوق بنسبة 50 بالمئة: إن هذا المدير سيظل بالرغم من فشله مقارنة مع نظرائه يجني أرباحاً كبيرة؛ وهذه الأرباح تفوق في الواقع تلك التي يجنيها مدير شركة أخرى تسبق نظيراتها وتحقق معدل نمو أفضل من وسطي السوق بنسبة 50 بالمئة لكن في زمن يشهد فيه السوق عموماً مدة من الركود الاقتصادي. يعبر وارن بوفيت عن هذه الحال بالقول: «إنني واثق بأن المديرين العامين الذين يظهرون أداءً عادياً جداً يكسبون فوق ما يستحقون على نحو لا يصدق، وذلك أثناء خيارات الأسهم الممنوحة لهم بسخاء كبير»[17].

التفسير المرتكز إلى نفوذ وسلطة المديرين

إن الغياب شبه التام لخيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة في خطط تعويضات المديرين إنما يصب في صالح المديرين أنفسهم. فالخيارات التي ترتبط قيمتها بأداء المديرين ليست في صالحهم، وذلك للأسباب ذاتها التي يمكن أن نسوقها لنشرح لماذا يصب ذلك النوع من الخيارات في صالح حملة الأسهم: فخيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة قد تحرم المديرين من ربح كان محققاً باعتماد الخيارات التقليدية، وتجبرهم على التخلي عن بعض مكاسبهم. من هنا سيحاول المديرون بكل ما أوتوا من نفوذ وسلطة أن يحصلوا على خيارات الأسهم التقليدية.

لنتذكر الآليتين اللتين تعمل بموجبهما خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة لمصلحة حملة الأسهم. فأثناء عزل خيارات الأسهم عن الأداء العام للسوق أو القطاع الاقتصادي تستطيع الشركة أن تقدم السوية ذاتها من الحوافز لكن بكلفة أقل، موفرة بذلك المال على المسهمين. بالطبع سيخسر المديرون حينئذ جزءاً من ثمار المصادفة التي كانوا سيحصدونها من جرّاء ارتفاع سعر سهم الشركة الناتج عن تغيرات القطاع أو السوق عامة. أما الآلية البديلة فتعتمد على أنه بمقدور الشركة توظيف المبلغ ذاته من المال لكي تمنح المديرين عدداً أكبر من خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة، معززة بذلك الحوافز المقدمة للمديرين لتحسين سوية أدائهم. لا يخسر المديرون في هذه الحالة أي جزء من أرباحهم قياساً إلى ما يجنونه من خيارات الأسهم التقليدية، لكنهم سيُجبرون على التخلي عن كسلهم وعطالتهم الزائدة - أي إنهم سيجبرون على اتخاذ بعض الخطوات التي من شأنها أن ترفع قيمة سهم الشركة، لكن على حساب سلطتهم ونفوذهم (خطوات تؤدي إلى تصغير حجم إمبراطورياتهم على سبيل المثال). إذاً، إنها الأسباب عينها التي تجعل حملة الأسهم يفضلون خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة، تدفع المديرين لأن يفضلوا خيارات الأسهم التقليدية.

إضافة إلى ذلك فإن بعض المديرين ربما يعارضون فهرسة سعر استخدام خياراتهم أو ربط استحقاقها بأدائهم، لأن تدابير كهذه من شأنها أن تسلط الضوء على سوية أدائهم مقارنة بنظرائهم وتفضح ما كان مستوراً. فأثناء حجب المكافآت عن المديرين في حال تدني أدائهم إلى ما دون السوية المتفق عليها، تعري خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة سوية الأداء السيئة لأولئك المديرين وتظهره إلى الخارج. إن الخوف من الظهور بمظهر المدير الفاشل يختلف تماماً عن الخوف من خطر فقدان المكافأة الناتج عن تطبيق خطة فهرسة الخيارات ولا ينتفي بانتفائه. هذا يعني أن المديرين سيشعرون بالإحراج إذا ما تكشف أداؤهم السيئ حتى ولو لجأت الشركة إلى اعتماد وجه لطيف من وجوه الفهرسة يمنحهم فرصة ربح أكبر من تلك التي تقدمها خيارات الأسهم التقليدية.

في حالات معينة، قد يؤدي أحد أشكال خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة -وهو شكل الخيارات المفهرسة- إلى زيادة أرباح المديرين بالمقارنة مع خيارات الأسهم التقليدية.

فعندما ينخفض المؤشر المعتمد للفهرسة في المدة الممتدة بين زمن منح الخيارات وزمن استخدامها، ينخفض السعر الذي سيدفعه المدير ثمناً للخيارات الممنوحة له، ما يعني زيادة في الأرباح عند استخدام الخيارات. إن هذه الخاصية من خصائص خيارات الأسهم المفهرسة تقوي الارتباط بين الأجر والأداء (فارتفاع سعر سهم الشركة يجب أن يكافأ أكثر عندما يحصل ذلك على خلفية هبوط أسعار أسهم الشركات الأخرى)، لكنها تقدم أيضاً قيمة إضافية للمديرين عندما تهبط أسعار السوق أو القطاع بوجه عام. ومع ذلك فإن هذه الإيجابيات التي تتمتع بها خيارات الأسهم المفهرسة لا تضاهي، من منظار المديرين، إيجابيات خيارات الأسهم التقليدية، بل إنها تفشل في المنافسة أمامها. انطلاقاً من توقع نمو السوق مع مرور الزمن، فإن ربح المديرين المتوقع من ارتفاع سعر سهم الشركة نتيجة للارتفاع العام في أسعار أسهم الشركات في السوق أو القطاع سيفوق على نحو واضح خسارتهم المتوقعة من انخفاض سعر تلك الأسهم.

إضافة إلى ذلك وكما سنرى في الفصل 13، فقد وجد المديرون أساليب متعددة للتهرب من بعض كلف هبوط أسعار الأسهم في السوق في نظام خيارات الأسهم التقليدية. فعندما يحدث مثل هذا الهبوط ويسحب معه سعر سهم الشركة في السوق، عادة ما يحصل المديرون على إعادة تسعير لخياراتهم أو استبدال تلك الخيارات بخيارات جديدة وبسعر استخدام جديد منخفض. هكذا فإن الخيارات التقليدية، إذا ما جرى تزويدها بتدابير كهذه من إعادة التسعير أو الاستبدال، تضع المديرين في موقع يحسدون عليه عنوانه «ربح مضمون وخسارة مستحيلة».

إن ثمار المصادفة التي تدرها على المديرين خيارات الأسهم التقليدية تصل إلى ذروتها في مدد النمو السريع لسوق الأسهم. من هنا سمحت تلك الخيارات للمديرين في العقد المنصرم أن يحصدوا مبالغ كبيرة من التعويضات التي لم تكن مرتبطة بأدائهم الشخصي - وذلك على نحو يبدو منطقياً وعادلاً ويمكن تسويغه. فلما كانت الفكرة العامة وراء التعويضات القائمة على حقوق الملكية سليمة وصحيحة، ولما كانت خيارات الأسهم التقليدية تمثل الوجه المعروف وواسع الانتشار من وجوه التعويضات القائمة على حقوق الملكية، كان من السهل على المديرين ومجالس الإدارة اعتماد هذا النوع من الخيارات دون التعرض لسخط حملة

الأسهم؛ لأن الجهاز الإداري والتنفيذي قد فشل في اعتماد شكل خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة.

لا نريد القول إن اعتماد خيارات الأسهم التقليدية في البداية -عوضاً عن خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة- جاء نتيجة دفع من المديرين أو استخدام لنفوذهم في مجالس الإدارة. فأولئك الذين وقفوا في بداية الأمر لصالح استخدام خيارات الأسهم -أكانوا أكاديميين، أم استشاريين في مجال تصميم خطط التعويضات، أم شركات استثمارية، أم حتى مديرين- ربما لم يفكروا ملياً في الميزات التي تمتلكها خيارات الأسهم المفهرسة وغيرها من الخيارات التي تؤدي إلى إنقاص ثمار المصادفة. لكننا نعتقد أن الاستمرار في اعتماد خيارات الأسهم التقليدية، وفشل الأشكال الأخرى من خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة في الانتشار بالرغم من انقضاء وقت طويل على طرحها، مردهما إلى الفوائد الجمة التي تقدمها خيارات الأسهم التقليدية للمديرين.

لقد دأب أعلام المستثمرين والأكاديميين والصحفيين المختصين في مجال إدارة الأعمال ولسنوات مضت على إبراز ميزات خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة. لكن وبالرغم من الاعتراف المتنامي بأشكال خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة بصفتها بدائل محتملة وجيدة لشكل الخيارات التقليدية، فقد تفادتها جميع الشركات باستثناء عدد صغير منها. هل يكمن السبب الحقيقي وراء ذلك الابتعاد عن أشكال الخيارات منقوصة ثمار المصادفة في رغبة مجالس الإدارة في التزام «المعايير والتقاليد السائدة» وما نتج عن ذلك من «تمسك» تلك المجالس بترتيبات التعويضات التقليدية، كما رأينا في الفصل 5؟ إننا نشك في أن مبدأ العطالة والميل إلى التزام ما هو سائد كفيلان بمفردهما بتقديم تفسير مقنع وشاف لهذا الالتزام الكوني إلى حد ما بالشكل التقليدي لخيارات الأسهم وسيلة وحيدة لمنح المديرين تعويضات قائمة على حقوق الملكية.

أثناء المدة التي تطورت فيها وسائل وبرامج تقديم خيارات الأسهم ونضجت وانتشرت على نطاق واسع، لم ينجح مبدأ العطالة في منع خبراء واستشاريي خطط التعويضات من إدخال ميزات جديدة على تلك الخطط كانت تصب في مصلحة المديرين ومن إقناع مجالس الإدارة بجدوى تلك الميزات - مثل ميزة إعادة الشحن وميزة تعجيل الاستحقاق.

وبوسعنا التأكيد على أن إجراءات الفهرسة أو الاستحقاق المشروط لخيارات الأسهم وربطه بتحقيق أهداف محددة ليست أكثر تعقيداً من هذه الميزات الجديدة التي تصب في مصلحة المديرين ولا هي أصعب منها تطبيقاً. لكن المفارقة تتمثل في أن التحديثات التي تصب في صالح المديرين وجدت طريقها إلى التطبيق والانتشار، في حين بقيت جميع أشكال خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة بعيدة عن التطبيق والانتشار على نطاق واسع.

فضلاً عن ذلك، ومع أن خيارات الأسهم التقليدية لا تزال تتمتع بقدر كاف من الشرعية والقبول ولا يزال يجري اعتمادها دون أي اعتراض من حملة الأسهم، إلا أن مزايا خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة باتت الآن تحظى باعتراف كاف، بحيث إن أي خطوة في هذا الاتجاه من المتوقع أن تلقى مديحاً أكثر من النقد. من هنا فإن أي تحول تقوم به مجالس الإدارة في اتجاه خيارات الأسهم البديلة سيجلب لها على الأغلب مديحاً، بل تصفيقاً، من المراقبين الخارجيين. إذاً، لا يمكن للضغط المزعوم باتجاه التزام ما هو سائد أن يفسر استمرار سيطرة خطط خيارات الأسهم التقليدية على خطط تعويضات المديرين. بل إن مصلحة المديرين في الحفاظ على ثمار المصادفة التي تضمنها لهم خيارات الأسهم التقليدية هي التي تؤدي الدور الأساسي في هذه المسألة.

12 ذرائع ومسوغات لاعتماد خيارات الأسهم التقليدية

بالرغم من المزايا الواضحة لأسلوب تقويم الأداء النسبي، إلا أنه غائب غياباً مدهشاً عن خطط تعويضات المديرين في الولايات المتحدة. لكن التساؤل المطروح والذي ينتظر الإجابة الشافية هو: لماذا يسمح حملة الأسهم للمديرين العامين بأن يراهنوا ويضاربوا باسمهم في السوق ويجنوا لأنفسهم الأرباح الضخمة على حساب حملة الأسهم؟

من دراسة شاملة حول اقتصاد خطط تعويضات المديرين،

أجراها جون أباود و ديفيد كابلان عام 1999

اجتهد المدافعون عن خطط وأنظمة التعويضات الراهنة لإيجاد الذرائع والحجج التي تسوّغ لجوء الشركات إلى مكافأة مديريها على ارتفاع أسعار أسهمها في سوق البورصة حتى عندما يأتي ذلك الارتفاع نتيجة لتطوّرات تطال السوق بأكمله أو الحقل الاقتصادي الأضيق الذي تعمل فيه تلك الشركات. وبينما دأب المديرون أنفسهم والقائمون على وضع خطط التعويضات على التركيز على الاعتبارات المحاسبية، صب خبراء اقتصاد المال وخبراء قوانين الاقتصاد جهودهم على صياغة ذرائع وحجج ومسوغات اقتصادية لإمكان وصول المفاوضات المهنية والموضوعية على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة إلى هذا النوع من الأجر غير المرتبط بالأداء.

الذرائع المتعلقة بالاعتبارات المحاسبية

تتمثل أكثر الذرائع انتشاراً لتسويغ عدم اعتماد الشركات خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة –أكان ذلك بفهرستها أم بربط استحقاقها بتحقيق أهداف محددة– في أن حسابات الشركات لا تشجع على اعتماد هذا النوع من الخيارات[1].

بحسب قواعد هيئة معايير الحسابات المالية، فإن الشركة التي تمنح موظفيها خيارات لشراء الأسهم ليست بحاجة لأن تدفع أي ضرائب أو رسوم على إيرادات تلك الخيارات في حال تحقق شرطين اثنين: (1) إذا جرى تثبيت سعر استخدام الأسهم على قيمة أكبر أو تساوي سعرها في السوق بتاريخ منح الخيارات؛ و(2) إذا كانت آجال الخيارات محددة سلفاً. وفي ظل هذه القواعد فإن الشركة التي تمنح مديريها خيارات الأسهم التقليدية ليست بحاجة لإدخال تلك الخيارات في حساباتها وطرحها من الإيرادات – لا عند إصدار الخيارات، ولا عند استخدامها من قبل المديرين، حين تحصل الشركات على خفض ضريبي يساوي ما يجنيه مديروها[2]. فتكاليف خيارات الأسهم التقليدية التي تمنحها الشركة لموظفيها لا تظهر إذاً في أرقام الإيرادات التي تصرح عنها الشركة.

خلافاً للخيارات التقليدية لا تتمتع الخيارات المفهرسة بسعر تصرف ثابت، ولذلك فهي لا تدخل ضمن النطاق المعفى من الضرائب. وعلى الشركات التي تمنح خيارات مفهرسة أن تقارن باستمرار بين أسعار تلك الخيارات وأسعار أسهمها في السوق وأن تحجز ضريبة على الإيرادات المحققة الناتجة عن ارتفاع سعر السهم في السوق نسبة إلى سعر استخدام السهم المفهرس. من جهة أخرى تخضع الخيارات التي يرتبط استحقاقها بتحقيق أهداف محددة للمعاملة السلبية ذاتها فيما يتعلق بأسلوب إدارة حسابات الشركات التي تخضع لها خيارات الأسهم المفهرسة. إذاً، وبحسب المدافعين عن خيارات الأسهم التقليدية، فإن مجالس الإدارة تفضل هذه الخيارات التقليدية على الخيارات منقوصة ثمار المصادفة لأن الخيارات التقليدية تؤدي إلى أرقام أعلى لإيرادات الشركات المعلنة، ما قد يفضي بدوره إلى ارتفاع أسعار أسهم تلك الشركات في السوق[3].

غير أن هذه الاعتبارات المحاسبية ليست قادرة على تقديم تفسير مناسب أو تسويغ كاف لهذا الغياب شبه التام لخيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة. إننا نقبل بفكرة أن آلية تسعير الأسهم في السوق ليست بالآلية الفاعلة مائة بالمئة، ونتيجة لذلك فإنه من المحتمل أن يمنح المستثمرون الشركات التي تدخل خياراتها في حسابات ميزانياتها قيمة أدنى من القيمة التي يمنحونها للشركات التي تستعمل العدد ذاته من الخيارات لكنها لا تدخلها في حساباتها[4]. إذا كان الأمر كذلك، فإن الشركات التي تعتمد خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة التي

ستضطـر إلى إدخال تلك الخيـارات في حسابات ميزانياتها ستكون أقـل جذباً للمستثمرين الذيـن تنقصهم النظرة العميقـة للأمور من تلك الشركات التي تعتمـد الخيارات التقليدية التـي لا تدخل في حساباتها. ولكن حتى لو فرضنا جدلاً أن الأمر على هذا النحو، فإن ذلك لا يعنـي على الإطلاق أن غياب خيارات الأسهم منقوصة ثمـار المصادفة من خطط تعويضات المديرين يعبر فعلاً عن مساومات على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة.

هنـاك شرطان اثنان يجب أن يتحققا قبل أن تـؤدي المعاملة المحاسبية غير المواتية التي تحظـى بها خيـارات الأسهم منقوصة ثمـار المصادفة إلى جعل تلك الخيـارات غير جذابة لشركة من الشركات: (1) على السوق أن يظهر قدراً كبيراً من عدم الكفاءة حتى يؤدي تحول تلك الشركة إلى الخيارات المفهرسة أو المشروطة بسوية محددة من الأداء إلى خفض واضح وقصـير الأجـل في سعر سهم الشركة في السوق (إذ إنـه من المفترض على المدى الطويل أن يعـبر سعر سهم الشركة في السوق عن قيمتها الحقيقيـة)؛ و(2) على الخسارة التي يسببها هـذا الانخفاض القصير الأجل في سعر سهم الشركة في السوق ويتحمّلها المسهمون (الذين ربما يضطرون إلى بيع أسهمهم لحاجتهم إلى السيولة) أن تكون أكبر من الربح الذي يجلبه لهـم اعتمـاد خيارات الأسهم منقوصـة ثمار المصادفة. ولما كنا لا نـرى مسوغاً لكون هذين الشرطـين محققـين بالنسبة لجميع الشـركات، فإنه من غير المنطقـي أن تكون الاعتبارات المحاسبيـة هـي السبب الحقيقـي وراء هـذا الغياب شبه الكامـل للخيـارات منقوصة ثمار المصادفة من خطط تعويضات المديرين.

تجـدر الإشارة هنـا إلى أن أصحاب مؤسسـات الاستثمـار ومستشاريهم من الخبراء لا يشاركـون الجهـاز التنفيذي هـذه النظرة السلبيـة إلى الخيارات المفهرسـة. وبالفعل، فإن مراكـز خدمـات حملة الأسهـم المؤسساتية الذيـن تسمع نصائحها من قبـل عدد كبير من أصحـاب مؤسسات الاستثمـار، وكذلك مجلس أصحاب المؤسسـات الاستثمارية الذي يمثل أكثر من 130 صندوقاً تقاعدياً، دعت إلى اعتماد خيارات الأسهم المفهرسة على الرغم من أن هذه الخطوة من شأنها أن تخفض أرقام الإيرادات المعلنة[5]. كما أن مؤسسات استثمارية متنوعة أخرى دعمت أيضاً فهرسة خيارات الأسهم[6].

إن أصحاب مؤسسات الاستثمار لا يوافقون أيضاً على الموقف السلبي الذي يتبناه المديرون من موضوع إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات؛ بل إنهم يرون في الواقع أن احتساب خيارات الأسهم في الميزانية إنما يصب في مصلحة حملة الأسهم بغض النظر عن طبيعة تلك الخيارات، أكانت منقوصة ثمار المصادفة أم لا. ففي عام 2002، شرعت مؤسسة TIAA-CREF الاستثمارية بالضغط على نحو 1700 شركة من كبرى الشركات العامة في السوق التي تمتلك فيها حصصاً، من أجل حثها على إدخال خيارات الأسهم التي تمنحها لموظفيها في حساباتها[7]. ومن جهته عبر مجلس مؤسسات الاستثمار أيضاً عن دعمه وتأييده لإدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات[8]. وفي عام 2003، لاقت نداءات مجالس حملة الأسهم التي تدعو إلى احتساب خيارات الأسهم في ميزانيات الشركات أكبر قدر من الدعم على مستوى حملة الأسهم عموماً بين تلك النداءات المتعلقة بالتعويضات التي عادة ما تصدر عن المجالس المختلفة لحملة الأسهم[9].

وعلى إثر فضائح حوكمة الشركات التي بدأت في أواخر عام 2001، واستجابة للضغوط التي مارستها مؤسسات الاستثمار مثل مؤسسة TIAA-CREF، قررت مئات الشركات، بما فيها كوكا كولا و بانك وَن و واشنطن بوست، البدء بإدخال خيارات أسهمها في حساباتها، وذلك في مسعى منها لاسترضاء حملة الأسهم. والأمر بالغ التعبير يتجسد في أن تلك الشركات، وبالرغم من أنها استجابت للضغوط وأدخلت خيارات الأسهم في حساباتها، إلا أنها لم تتحول إلى اعتماد شكل خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة – مع أن ذريعتهم في عدم اعتماد هذا الوجه من وجوه الخيارات، وهي عدم الرغبة بإدخالها في الحسابات، لم تعد صالحة على الإطلاق. ولما كان من المرجح أن يستمر المديرون في التأثير على نظام أجورهم، فإننا نتوقع أنه ما دامت الضغوط المفروضة على الشركات صغيرة باتجاه اعتماد خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة فإن تلك الشركات ستستمر في استخدام الخيارات التقليدية، حتى لو أدخلتها ضمن حساباتها وبغض النظر عما إذا كانت تقوم بذلك راغبة أم مكرهة. إن سلوك الشركات المتفق مع هذا التوقع إنما يعزز صحة الاعتقاد بأن الاعتبارات المحاسبية كانت مجرد ذريعة ولم تكن عائقاً حقيقياً في طريق اعتماد خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة.

ويبـدو أن القاعدة التي يعتمـد عليها تفسير الغياب الشامل لخيـارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة بناء على اعتبارات محاسبية ستتلاشى تماماً في المستقبل. ففي آذار/مارس مـن عـام 2004، أصدرت هيئة معايـير الحسابات الماليـة الأمريكية مسـوَّدة مقترح قانون يلـزم الشركات العامـة بإدخال خيـارات أسهمها في ميزانيـات السنوات الماليـة التي تبدأ بعـد 15 كانـون الأول/ديسمـبر 2004 [10]. وبالرغم مـن الضغوط الكبـيرة المعاكسة، إلا أنه مـن المحتمل أن تنجـح هيئة معايير الحسابـات المالية في فرض ذلك القانـون. كما يحضِّر الكونغرسـ لسن قانون يفرض إدخال الخيارات الممنوحـة للمدير العام وأربعة من المديرين التنفيذيين الآخرين الأكبر أجراً في كل شركة في حسابات ميزانياتها، لكنه لا يجبر الشركة علـى القيـام بذلك بالنسبة للخيـارات الممنوحة لباقي الموظفـين. وفي حال نجح تمرير هذا القانـون في الكونغرس وبات على الشركات إدخال خيارات مديريها في حساباتها، فإن ذلك سيكون بمنزلة امتحان آخر لمدى قدرة ذريعة الاعتبارات المحاسبية على تفسير الغياب التام لخيـارات الأسهـم منقوصة ثمار المصادفة مـن خطط تعويضات المديريـن. وحينئذ سيدل إصـرار الشركات على اعتماد الخيارات التقليدية، بالرغم من انعدام الأفضلية المحاسبية، علـى أن منطق الاعتبـارات المحاسبية لم يكن سوى غطاء لمنح المديرين تعويضات الخيارات بالشكل الذي يعطي مصالحهم الخاصة الأفضلية على مصالح حملة الأسهم.

المعركة الدائرة حول إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات

لقـد بذل المديرون جهـوداً كبيرة من أجل منع هيئة معايـير الحسابات المالية من فرض إدخـال خيارات الأسهم في حسابـات الشركات. وقد يكمن الدافع وراء تلك الجهود –جزئياً علـى الأقـل– في مصلحة المديرين بأن يستمـروا في الاستفادة من المزايـا التي تقدمها لهم الخيارات التقليدية.

في علـم المحاسبـة، عندمـا تشتري شركـة ما بطاقات سفـر بالطائرة وتدفـع ثمن تلك البطاقـات على شـكل خيـارات أسهم في ملكيـة الشركة يتـم التنازل عنهـا لصالح شركة الطيران، فإن قيمة تلك الخيارات ستدخل على شكل نفقات في حسابات الشركة. إن إدخال خيـارات الأسهـم تلك إلى حسابات الشركـة أمر منطقي، إذ إن الشركـة ستكون قد قدمت

شيئاً ذا قيمة في مقابل حصولها على بطاقات السفر. إن عملية التبادل هذه تكافئ في الواقع عملية تجارية من خطوتين: في الخطوة الأولى تبيع الشركة خيارات أسهمها لطرف ثالث، وفي الثانية تشتري البطاقات بما حصلت عليه من مال في الخطوة الأولى.

غير أنه قد كان مسموحاً حتى الآن للشركات ألا تدخل خيارات الأسهم الممنوحة لبعض موظفيها الكبار في حساباتها، وتلك كانت الخيارات التي تحقق شرطين اثنين: (1) أن يكون سعر استخدامها ثابتاً ويساوي على الأقل سعر السهم في السوق بتاريخ منحها، و(2) أن يكون لها آجال محددة. أثناء العقد الماضي حاول الإصلاحيون الضغط باتجاه إدخال جميع خيارات الأسهم الممنوحة للموظفين في حسابات الشركات، غير أن المديرين لعبوا دوراً كبيراً في إحباط هذه المحاولات. في منتصف التسعينيات من القرن الماضي سعت هيئة معايير الحسابات المالية إلى إدخال جميع التعويضات المبنية على ملكية الأسهم في حسابات الشركات، وذلك بالاعتماد على قاعدة منطقية ومتماسكة – على نحو يتفق والطريقة الراهنة التي تعامل بها الخيارات المفهرسة والخيارات المشروطة بتحقيق أهداف محددة[11]. إلا أن ممانعة حامية أجبرت هيئة معايير الحسابات المالية على إيقاف مساعيها هذه[12]. وعوضاً عن ذلك ألزمت الهيئة الشركات التي لا تدخل خيارات الأسهم في حساباتها بأن تكشف عن كلفة خيارات الأسهم الممنوحة لموظفيها على هوامش بياناتها المالية[13]. وبعد فضائح حوكمة الشركات جدد الإصلاحيون جهودهم وحققوا على ما يبدو بعض الإنجازات، إذ من المتوقع أن تغدو الشركات مرغمة، بأقل تقدير، على إدخال خيارات الأسهم الممنوحة لمديري الصف الأول من حيث الأجر في حساباتها. غير أن المديرين قد أظهروا تصميماً كبيراً في مجابهة أي توجه نحو احتساب خيارات أسهمهم، وقد وظفوا الكثير من الوقت والجهد ورأس المال السياسي من أجل الحيلولة دون حصول ذلك.

يدّعي المديرون أن كفاحهم الشديد ضد إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات إنما يستند إلى أن احتساب خيارات الأسهم سيؤدي إلى خفض الإيرادات المعلنة، وتالياً إلى انخفاض سعر السهم، ما يعني في المحصلة إلحاق الضرر بحملة الأسهم. ولما كانت خيارات الأسهم الممنوحة باتت الآن تساوي مبالغ طائلة من المال، فإن احتسابها في الميزانية سيترك أثراً كبيراً على الحد الأدنى لإيرادات الشركات. فبينما كان احتساب خيارات الأسهم عام

1992، سيخفض الإيرادات بنسبة 2-3 بالمئة[14]. ارتفعت تلك النسبة على نحو ملحوظ بعد عقد من الزمن[15]، حتى بات احتساب خيارات الأسهم في بعض الحالات، شركة سيسكو على سبيل المثال، من شأنه أن يقلب أرباح الشركات المعلنة إلى خسائر.

لقد بات مفروضاً على الشركات في الوقت الراهن أن يدونوا القيم المكافئة لخيارات الأسهم التي يمنحونها لموظفيهم على هوامش بياناتهم المالية، فغدت تلك القيم متاحة للمهتمين في السوق. لكن المديرين يشددون على أن المتعاملين في السوق لا يعيرون تلك الهوامش أي انتباه، بل يركزون جل اهتمامهم على أرقام الإيرادات المعلنة. وبحسب رأيهم، فإن نقل هذه المعلومة من هوامش البيانات المالية للشركات إلى صلب تلك البيانات من شأنه أن يغير نظرة المستثمرين إلى تلك الشركات، ويسبب تالياً انخفاض أسعار أسهمها في السوق، ويدفعها إلى خفض اعتمادها على خيارات الأسهم.

إننا ننظر إلى ادعاءات المديرين تلك بعين الشك. فأولاً وقبل كل شيء تلزم هيئة معايير الحسابات المالية جميع الشركات بإدخال خيارات أسهمها في حساباتها، لا شركات بعينها دون سواها، الأمر الذي يعني أنه حتى لو كانت أسواق البورصة على درجة كافية من عدم الكفاءة لكي تقوّم الشركة التي تلجأ طوعاً إلى احتساب خيارات أسهمها في ميزانيتها بأقل مما تقيّم شركة أخرى مماثلة تماماً ما خلا أنها لا تحتسب خيارات أسهمها ولا تظهرها صراحة في ميزانيتها بل تضعها على هامش بيانها المالي، إذاً حتى حينئذ فإن شمولية الإلزام وتطبيقه على جميع الشركات يبطل احتمال المواجهة بين شركة تحتسب خيارات أسهمها وأخرى تمتنع عن ذلك. إضافة إلى ذلك، إذا كان احتساب الخيارات التقليدية أمراً ضرورياً من أجل الشفافية في السوق وعدم إخفاء كلفة تلك الخيارات، فإن من غير المنطقي الاعتقاد بأن احتساب الخيارات سيدفع الشركات إلى العزوف عن اعتمادها والاستفادة منها في خطط تعويضاتها، بل إن ذلك الاحتساب سيدفع الشركات إلى التقليل من الاستفادة من تلك الخيارات فقط في الحالات التي تتجاوز فيها كلفة تلك الخيارات (المعترف بها حديثاً) الأرباح التي يدرها توظيفها على حملة الأسهم.

وفي جميع الأحوال، فإن النقطة الأساسية التي نود التركيز عليها هنا تتمثل في أن الحملة التي يشنها المديرون على إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات إنما تخدم

مصالحهم الخاصة في الحفاظ على ترتيبات التعويض المنحازة بوضوح لصالحهم. وعلى وجه التحديد يمكننا ذكر أمرين أساسيين يدفعان المديرين الذين يسعون لتوقيع عقود عمل جديدة إلى رفض إدخال خيارات الأسهم التي سيحصلون عليها في حسابات شركاتهم.

الأمر الأول يتمثل في أن احتساب الخيارات سيدخل قدراً أكبر من الشفافية إلى نظام الأجر المرتبط بخيارات الأسهم ويجعل كلفتها جلية وواضحة لشريحة أوسع من المراقبين الخارجيين. وعلى اعتبار أن بعض المستثمرين، كما يدعي المديرون أنفسهم، يعيرون اهتماماً أكبر للبنود الواردة في البيان المالي من الاهتمام الذي يعيرونه للبنود المدرجة على هامش البيان، فإن احتساب الخيارات وإدخالها في الميزانية سيلفت نظر المستثمرين إلى كلفة خيارات الأسهم الممنوحة للموظفين عموماً، بما فيها تلك الخاصة بالمديرين. ولما كانت الخيارات الممنوحة للشريحة العليا من المديرين تشكل جزءاً أساسياً من مجموع خيارات الأسهم الممنوحة للموظفين عموماً[16]، فإن احتساب الخيارات من شأنه أن يبرز كلفة الخيارات الممنوحة للمديرين ويعريها أمام حملة الأسهم، ما قد يشكل ضغطاً على مصممي خطط التعويضات باتجاه خفض حجم الخيارات الأكثر كلفة التي لا ينتج عنها زيادة حقيقية في قيمة رأس مال المسهمين.

لقد أثبتت دراسة قامت بها باتريشا ديتشوف و أمي هاتسون و ريتشارد سلون أن معارضة المديرين لإدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات إنما تنبع في جزء كبير منها من اعتبارات تمويهية محضة[17]. فقد وجدت تلك الدراسة درجة واضحة من الترابط بين معارضة أي شركة لمسعى هيئة معايير الحسابات المالية نحو إدخال الخيارات في الحسابات في منتصف التسعينيات من القرن الماضي من جهة، وحجم التعويضات التي يحصل عليها المديرون في تلك الشركة وكذلك نسبة تعويضات المديرين المدفوعة على شكل خيارات من جهة أخرى. وعلى العكس من ذلك لم يجد القائمون على الدراسة أي إثبات على أن إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات يزيد فعلياً من كلفة خلق رؤوس الأموال الجديدة. خلصت الدراسة إلى أن المديرين إنما كانوا يروجون لذريعة «كلفة خلق رأس المال» بهدف إخفاء قلقهم من أن إدخال خيارات الأسهم في الحسابات سيلفت الانتباه إلى الحجم الحقيقي لتعويضاتهم.

أمـا الأمر الثاني الذي يدفع المديرين إلى رفض إدخال خيارات الأسهم الممنوحة لهم في حسابـات شركاتهم فيتمثل في أن احتسـاب خيارات الأسهم التقليدية من شأنه أن يحرمهم مـن أحد أهـم مسوغاتهم لرفض أي نوع من التحول باتجاه خيـارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة، ألا وهو ما يسوقونه دائماً من أن مثل ذلك التحول سيخفض من أرقام الإيرادات المعلنـة للشركة. لكـن، إذا ما جرى احتساب جميع أشكال خيارات الأسهم، فإن ما ينتج عن احتسـاب الخيارات منقوصـة ثمار المصادفة ينتج أيضاً عن احتسـاب الخيارات التقليدية. وكنتيجـة لذلـك فإن ذريعة الاعتبـارات المحاسبية التي تساق ضد اعتمـاد خيارات الأسهم منقوصـة ثمـار المصادفة ستتلاشى تمامـاً حينئذ، ما من شأنه أن يعـري وعلى نحو محرج للمديريـن حقيقـة أن انحيازهـم إلى شـكل الخيـارات التقليـدي إنما ينطلق مـن مصالح شخصية صرفة.

ولو كانت تحفظات المديرين على مبدأ الاحتساب والحملات التي يشنونها ضده مدفوعة فعـلاً من حرصهم علـى مصلحة حملـة الأسهم، لضغطـوا أيضاً ضد احتسـاب الخيارات المفهرسـة والخيارات المشروطة بجـودة أداء المديرين، ولما ركزوا علـى الخيارات التقليدية فقـط. فليس ثمة مسوغ مـالي منطقي يدعـو إلى احتساب الخيارات المرتبطـة بالأداء دون أن يدعـو في الوقت عينـه إلى احتساب الخيارات التقليدية؛ بـل إن الخيارات منقوصة ثمار المصادفـة تثقل كاهل حملـة الأسهم بكلفة أقل مـن الخيارات التقليديـة؛ لأن احتمال عدم استخـدام تلـك الخيارات أكبر من احتمال عـدم استخدام الخيـارات التقليدية. ومع ذلك فـإن المديريـن الذين يظهرون معارضة شرسـة لاحتساب الخيـارات التقليدية لا يبدون أي اندفاع نحـو معاملة الخيارات منقوصة ثمار المصادفة بطريقـة مشابهة. إن سعي المديرين إلى الحفاظ على الأفضلية المحاسبية للخيارات التقليدية على أشكال الخيارات الأخرى إنما يصـب في مصلحتهم الشخصية. ولا شك أن المسـاواة بين جميع أنواع الخيارات فيما يتعلق بالاعتبـارات المحاسبيـة من شأنه أن يبطل أي حجة أو ذريعـة محاسبية تثار ضد الخيارات منقوصـة ثمار المصادفة؛ بل إن تلك المسـاواة قد تصب حقيقة في صالح حملة الأسهم، بيد أنها وبكل تأكيد ستضر بالمصالح الشخصية للمديرين.

هل الخيارات التقليدية فاعلة بالرغم من كل شيء؟

يرى خبراء الاقتصاد المالي عادة أن أثر كشف كلفة الخيارات على سعر السهم في السوق لا يرتبط بكيفية تقديم تلك المعلومة في البيانات المالية المتاحة للعموم، ما يعني بعبارة أخرى أنه من غير المهم إن كانت كلفة تلك الخيارات مُدونة في هامش البيان المالي أم في صلبه. لذلك فقد بحث أولئك الخبراء عن حجج وذرائع غير تلك المرتكزة على الاعتبارات المحاسبية من أجل تسويغ اعتماد الخيارات التقليدية التي لا تفلتر ثمار المصادفة. لكن وكما سنرى لاحقاً، فإن أياً من تلك المسوغات والذرائع والحجج لن ينجح في إعطاء تفسير مقنع لغياب خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة من خطط تعويضات المديرين على نحو شبه تام.

ترتكز الذريعة الأولى على ارتفاع تكاليف وضع خطط التعويضات، حيث يدعي بعض خبراء الاقتصاد أن تصميم وإدارة خطط التعويضات التي تستبعد آثار تغيرات السوق أو القطاع الاقتصادي على أسعار الأسهم والخيارات أمر باهظ التكاليف[18]. غير أن التكاليف الضرورية لإدارة تلك الخطط لا تذكر بالمقارنة مع حجم الأموال التي تتم إدارتها عبرها. هناك بداية طيف واسع ومتعدد من المؤشرات المتعلقة بالسوق ككل أو بالقطاعات الاقتصادية المتعددة، تنشر في مجلة وول ستريت جورنال يومياً وهي متاحة إلكترونياً وعلى نحو مباشر على مواقع كثيرة في شبكة الإنترنت. إضافة إلى ذلك فإن قوانين الأوراق المالية بحد ذاتها تطالب شركات الأسهم العامة بأن تقوم أداءها الاقتصادي في السوق قياساً إلى مؤشرات الحقل الاقتصادي الذي تعمل ضمنه والفرع الذي تنتمي إليه وكذلك بالمقارنة مع نظيراتها من الشركات الأخرى المنافسة، وبأن تنشر ذلك التقويم على نحو دوري منتظم[19]. باختصار، إن جميع المعلومات اللازمة لفهرسة الخيارات متاحة وميسّرة ولا يتطلب إدخالها إلى خطط الخيارات سوى القليل من الكلف الإضافية.

الذريعة الثانية تدعي وجوب تفادي التأثير في قرارات المديرين حول الدخول في قطاعات اقتصادية جديدة وعدم حرف أو تشويه تلك القرارات. يرى بعض خبراء الاقتصاد أن مكافأة المديرين على ارتفاع أسعار أسهم شركاتهم الناتج عن تطورات عامة في القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه شركاتهم إنما يدفعهم في الاتجاه المطلوب الذي يصب في مصلحة حملة

الأسهـم. فالقطاع الذي تنتمي إليه أي شركة، كما تقـول هذه الذريعة، ليس من ثوابتها؛ بل إن القـرارات التي يتخذها المديرون قد تؤثر علـى انتمائها وتموضعها في السوق. لذلك فإن الاستجابة المثلى لتردي حال الحقل الاقتصادي الذي تعمل فيه أي شركة يمكن أن يتمثل في التحول إلى حقول عمل أخرى أحسن حالاً [20]. وإن تحفيز المديرين للسير في هذا الطريق لا يتـم فقـط بمكافأتهم على حسن أداء شركتهم قياسـاً إلى أداء القطاع الذي تنتمي إليه، بل على حسن أداء القطاع ككل أيضاً. إضافة إلى ذلك، تتابع تلك الذريعة، فإن خيارات الأسهم المفهرسـة وفق مؤشرات القطاع الذي تنتمي إليـه الشركة لا تفشل فقط في تحفيز مديريها لدخـول قطاعات أخرى مربحة جـداً؛ بل إنها تقدم لهم حافزاً غريبـاً ومستهجناً للبقاء في قطاع يتراجع عموماً لمجرد أن يكون أداء شركتهم النسبي في ذلك القطاع أفضل من أدائها النسبي المتوقع في قطاع آخر أكثر ربحاً من القطاع الراهن[21].

لكن، حتى لو أقررنا بصحة وسلامة تقديم الحوافز للمديرين لدفعهم إلى اتخاذ القرار السديـد فيمـا يختص بتوجيـه الشركة نحو القطـاع الاقتصادي الأكثر ربحـاً، وذلك أثناء مكافأتهـم على حسـن أداء القطاع الذي تنتمي إليه، فإنه ما من مسوغ لمكافأتهم على حسن أداء السـوق بكامله. مـن هنا فإنه بمقدور الشركات التي ترغـب في تحفيز مديريها للتوجه إلى قطاعـات أكثر ربحـاً أن تعمد إلى استبعاد أثر تغيرات السوق ككل على خيارات أسهمها والإبقـاء على أثر تغيرات القطاع، وذلك عن طريق فهرسة خياراتها وفق مؤشرات تعبر عن أداء السـوق عموماً دون النظـر إلى أداء القطاع الذي تنتمي إليه. باختصار، إن الاعتبارات المتعلقـة بتغيـير تموضع الشركـة في السوق غير قادرة على تسويغ نـدرة اعتماد أي وجه من وجوه خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة في خطط تعويضات المديرين.

ترتكـز الذريعة الثالثة على فكرة التخفيف من حـدة المنافسة ضمن الحقل الاقتصادي الـذي تعمل فيـه الشركة. تحاول هذه الذريعة اللجوء إلى اعتبـارات استراتيجية حول فكرة المنافسـة من أجل تفسير الغياب شبـه الكامل لخيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة من خطط تعويضات المديرين. إن الخيارات التقليدية، وأثناء مكافأة المديرين على تحسن أداء سهم الشركة المتعلق بأداء الحقل الاقتصادي الذي تعمل ضمنه الشركة، تربط على نحو غير مباشر بين تعويضات المديرين في شركة ما وأداء منافسيها من الشركات الأخرى في الحقل

الاقتصـــادي عينه. ويذهب بعض خبراء الاقتصاد إلى القول إن هذا الربط غير المباشر بين أجـر مديري الشـركات وأداء منافسيها مـن الشركات الأخرى إنما يصـب في صالح حملة الأسهـم، وذلـك أثناء تخفيـف حدة المنافسة، مـا يسمح بدوره لجميع الشـركات في الحقل الاقتصادي الواحد بتحقيق المزيد من الأرباح[22].

لكن واقع الأمر لا يشير إلى أن جميع الشركات تعمل في أسواق يصح فيها هذا النوع من التواطؤ الضمني؛ بل إن ما نجده على أرض الواقع من مؤشرات واضحة فيما يتعلق بالاعتماد الصريـح لخطط الحوافز السنوية على ما يسمى «تقويم الأداء النسبي» (ولو لم يكن بالقدر الكافي) يتعارض مع هذه الذريعة الاستراتيجية. ففي الخطط التي تعتمد تقويم الأداء النسبي يجري تفضيـل المقارنات ضمن الحقل الاقتصادي الواحد على تلـك المقارنات التي تتجاوز الحقـل الواحد لتشمل حقولاً أخرى أيضاً[23]. وبالرغـم من أن المزايا المحتملة لتخفيف حدة التنافـس قد تجعل من ربـط أجر مديري بعض الشركات بأداء الشـركات المنافسة الأخرى في الحقـل الاقتصـــادي الذي تعمل ضمنه أمراً مرغوباً فيه، إلا أنها لا يمكن أن تسوغ الغياب شبه التام للخيارات المفهرسة وفق مؤشرات القطاع الاقتصادي الأوسع، ولا يمكن أن تفسر الفشل الكبير للشركات في إبعاد آثار تقلبات السوق الواسعة على خطط تعويضات المديرين. مـن هنا يمكننا القول: إن نظرية التواطؤ الضمني غير قـادرة هي الأخرى على تسويغ فشل الشركات شبه الكامل في إبعاد ثمار المصادفة عن خطط تعويضات المديرين.

تعتمد الذريعة الرابعة على محاولة ثني المديرين عن المجازفة في فرض تغييرات سريعة ومخالفة لتطور السوق على أسعار أسهم شركاتهم. لقد قدم ساول ليفمور ذريعة «التغييرات فائقة المجازفة» لتسويغ لجوء الشركات إلى الخيارات التقليدية. وبحسب هذه الذريعة، فإن الخيــارات المفهرسة من شأنها أن تشجع المديرين على الابتعاد بأسعار أسهم شركاتهم عن مســار أسهــم السوق عموماً، وذلك بهدف جعـل خيارات الأسهم التــي يمتلكونها رابحة[24]. وهذا ما قــد يجعل المديرين يضيعون فرص تنفيذ أفضــل المشروعات والاستراتيجيات التي تصــب في صالح الشركــة وينجرون وراء مشروعات واستراتيجيــات أخرى تحمل في طياتها مخاطـر وتغيرات كبيرة في أسعار أسهم شركاتهم نسبة إلى أسعار أسهم السوق سعياً خلف مصالحهم الخاصة.

حتى لو صح أن الفهرسة تدفع المديرين بالفعل إلى المزيد من المجازفة، إلا أنه لا يوجد أي مؤشر واضح على أن ذلك الاستعداد للمجازفة يضعف قدرتهم على اتخاذ القرارات السليمة. في غياب خيارات الأسهم، يمكن القول: إن المديرين الذين يهابون المجازفة قد لا يجازفون بالقدر الذي تستدعيه مصلحة حملة الأسهم. وهنا يأتي دور ملكية خيارات الأسهم التي تكافئ المديرين على قراراتهم الشجاعة وتصحح ذلك الخلل المتمثل في امتناع المديرين عن اتخاذ القرارات التي تتطلب الشجاعة والمجازفة الصحية. لكن ما من سبب مقنع يدفعنا للاعتقاد بأن الخيارات المفهرسة ستدفع المديرين في المحصلة إلى اتخاذ القرارات الخطأ عندما يبادرون إلى اتخاذ القرارات الجريئة، بل ليس هناك أي سبب على الإطلاق يقنعنا بأن المكاسب التي توفرها الخيارات التقليدية بالقياس مع الخيارات المفهرسة هي بذلك الحجم الذي يسوغ ما تتضمنه الخيارات التقليدية من حجم كبير لثمار المصادفة التي يحصدها المديرون. وأخيراً، فحتى لو كان الأثر الذي تحدث عنه ليفمور في غير صالح حملة الأسهم وكبيراً إلى الحد الذي يسوغ رفض بعض الشركات للخيارات المفهرسة، فمن غير المرجح أن يكون الأمر كذلك بالنسبة لجميع الشركات عموماً.

تقوم الذريعة الخامسة على أهمية العمل على الاحتفاظ بالمديرين العامين في مدد النمو السريع في سوق الأسهم. لقد تقدم تشارلز هيملبرِغ و غلِن هابارد بنظرية جديدة لتسويغ اعتماد الخيارات التقليدية تقول إن تلك الخيارات توفر وسيلة مريحة وفاعلة للاحتفاظ بالمديرين الموهوبين في أوقات النمو السريع للسوق[25]. لقد وجد الباحثان في دراستهما ترابطاً بين حجم تعويضات المديرين العامين وحجم الأرباح المحققة. وبرأي الباحثين، فإن هذا الترابط إنما ينتج عن عدم مرونة سوق العمل في توفير الخبرات وتزويد الشركات بأشخاص قادرين على إدارة الشركات العامة[26]. وكلما ازداد السوق نمواً، هكذا يرى الباحثان، ارتفع الطلب على المديرين، وارتفع معه حجم تعويضات المديرين العامين من أجل الاحتفاظ بهم وعدم التفريط بخبراتهم. ولما كانت أرباح الخيارات التقليدية ترتكز أساساً على ارتفاعات أسعار الأسهم المدفوعة بتغيرات السوق، فإنها تمتلك آلية داخلية لرفع الأجر تلقائياً مع ارتفاع أسعار أسهم السوق.

حتى لو كان من المطلوب اعتماد آلية تلقائية لرفع أجر المديرين مع ارتفاع أسعار أسهم السوق في أوقات نموه السريع وذلك من أجل الاحتفاظ بالمديرين المميزين وعدم التفريط بخبراتهم، فإن الخيارات التقليدية لا تفي بالغرض. صحيح أن الخيارات التقليدية تزيد من أرباح المديرين في أوقات النمو السريع للسوق، غير أن الجزء الأكبر من تلك الأرباح -وهي الأرباح التي تدرُّها عليهم خياراتهم المستحقة سابقاً- لا تأثير له في تحفيز المديرين على البقاء في الشركات التي يعملون فيها راهناً؛ إذ إنهم بتركهم شركاتهم لا يخسرون حقهم في التصرف بخياراتهم المستحقة سابقاً.

لنأخذ على سبيل المثال شركة توقع عقداً مع مديرها العام تمنحه بموجبه خيارات تستحق تدريجياً على مدى ثلاث سنوات. ولنفترض أن الشركة تتوقع حدوث ارتفاع ملحوظ في أسعار الأسهم في السوق بعد سنتين من توقيع العقد، ما سيشكل حافزاً للمدير العام للذهاب إلى شركة تدفع له أجراً أكبر، ولذلك فإن الشركة ترغب في تطبيق خطة تقدم للمدير حافزاً أقوى لكي يبقى في الشركة. ربما ترى الشركة أنها عندما تقدم للمدير خيارات تقليدية ترتفع قيمتها بنمو أسعار الأسهم في السوق، فإنها تقدم له الحافز الكافي للبقاء في الشركة. لكن مع بداية العام الثالث، حيث سيكون السوق قد شهد نمواً ملحوظاً، وحيث من المتوقع أن يفكر المدير بالذهاب إلى شركة أخرى، يكون هذا المدير قد ضمن حقه بثلثي الخيارات المقدمة له. وبينما تكون قيمة الخيارات المستحقة حينئذ قد نمت على نحو ملحوظ وبما يتفق مع نمو السوق، فإن هذا النمو لن يكون له أي تأثير على قرار المدير بالبقاء في الشركة أم بتركها.

إن ارتفاع قيمة الخيارات التي لم تستحق بعد في نهاية السنة الثانية قد يشكل حافزاً للمدير لكي يبقى سنة أخرى على أبعد تقدير، حتى تستحق تلك الخيارات أيضاً. لكن من المثير للانتباه أن سي إدوارد في و تشارلز هادلوك قد وجدا أنه في ظل ممارسات التعويضات الراهنة، ليس هناك من علاقة تربط بين حجم ما قد يخسره المدير بذهابه إلى شركة أخرى واحتمال ذهابه فعلاً إلى تلك الشركة[27]. أما سبب ذلك فيعود برأيهما إلى أن صاحب العمل الجديد عادة ما يبدي رغبته في تعويض أي خسارة تنتج عن ترك المدير لمكان عمله السابق. وإضافة إلى ذلك فقد وجد في و هادلوك أن رغبة صاحب العمل الجديد في توقيع العقد مع المدير الجديد لا ترتبط بحجم التعويض الذي يجب عليه دفعه له بمقابل تركه

مكان عمله القديم. إذاً فحتى الخيارات غير المستحقة التي يمتلكها المديرون لا تحفزهم في الغالب على البقاء في أماكن عملهم.

وإذا ما افترضنا أنه من الجيد أن تكون هناك آلية داخلية من ضمن خطة التعويضات تضمن ارتفاع أرباح المديرين في أوقات النمو السريع للسوق، فإن اعتماد الخيارات منقوصة ثمار المصادفة لتلك الغاية من شأنه أن يقدم حوافز أقوى مما تقدمه الخيارات التقليدية. صحيح أن الخيارات التقليدية تضمن للمديرين تعويضات أكبر في أوقات النمو السريع للسوق من تلك التي تضمنها خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة، إلا أن ذلك الفارق في حجم التعويضات يأتي في مجمله على شكل قيمة منفصلة تماماً عن الأداء. إذاً فالخيارات التقليدية لا تقدم شيئاً من شأنه أن يقوي حوافز المديرين لإنتاج المزيد من القيمة، بل إن تقديم حزمة من الخيارات منقوصة ثمار المصادفة على دفعات متعددة تغطي كامل مدة عقد المدير من شأنه أن يشكل آلية داخلية أكثر فاعلية لتقديم الحوافز للمدير كي يبقى في منصبه. ومع نمو السوق يحصل المدير على المزيد من الخيارات منقوصة ثمار المصادفة التي لن تستحق إلا بعد مدة من الزمن، الأمر الذي سيدعو المدير للبقاء في مكان عمله إذا ما أراد الاستفادة من خياراته التي يمتلكها.

تعتمد الذريعة السادسة على فكرة خفض تكاليف تعويض خسائر المديرين. يدعي بعض خبراء الاقتصاد أن الخيارات التي تخضع للفهرسة النظامية العادية (أي الخيارات التي يتم تصحيح سعر استخدامها قياساً إلى مؤشر أسعار الأسهم في القطاع أو السوق) من شأنها أن تمثل مجازفة إضافية كبيرة بالنسبة للمديرين الذين يهابون المجازفة، إذ إن احتمال ألا يستفيدوا منها كبير جداً. لقد خلص كيفن موري في تقرير له إلى أن احتمال أن يعود أي سهم على صاحبه بربح فائض يزيد عن ربح مؤشر السوق لا يتجاوز 50 بالمئة، في حين إن هناك احتمالاً يتعدى 80 بالمئة أن يتجاوز سعر السهم الواحد في السوق، في نهاية مدة صلاحية خيارات الأسهم التقليدية الصالحة لمدة عشر سنوات، سعر استخدام تلك الخيارات، ما يعني أن احتمال ربح خيارات الأسهم التقليدية أكبر بوضوح من احتمال ربح الخيارات المفهرسة[28]. لذلك، ودائماً وفق هذه الذريعة، فإن المديرين الذين يهابون المجازفة سيطالبون بقيمة متوقعة أعلى للخيارات المفهرسة نظامياً والمعروضة عليهم من

القيمة التي يمكن أن يقبلوا بها من الخيارات التقليدية البديلة. وما يصح بالنسبة للخيارات المفهرسة نظامياً يصح أيضاً بالنسبة للخيارات المشروطة بتحقيق أهداف محددة.

غير أن تدني احتمال الربح لا يشكل نتيجة حتمية لاعتماد خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة. فصحيح أن فهرسة الخيارات بناء على مؤشر السوق أو القطاع الاقتصادي من شأنه أن يقلل من احتمالات ربحها، لكن فهرسة الخيارات نظامياً -كما سبق أن ذكرنا- ليست الإمكانية الوحيدة للفهرسة. فبوسع المرء أن يختار شكلاً معتدلاً من أشكال الفهرسة يضمن للمدير الربح في خياراته حتى لو لم يكن أداء شركته أفضل من متوسط أداء نظيراتها. وفي الواقع بوسع المرء أن يصمم خطة خيارات مفهرسة تضمن احتمال الربح ذاته الذي تضمنه الخيارات التقليدية.

لنفترض على سبيل المثال أن احتمال ربح الخيارات التقليدية التي مدتها عشر سنوات يبلغ 80 بالمئة، وأن المطلوب تصميم خيارات مفهرسة لمدير عام شركة (أ) بناء على مؤشر القطاع الاقتصادي، مدتها عشر سنوات واحتمال ربحها يبلغ 80 بالمئة أيضاً. وعلى فرض أن القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه شركة (أ) يتألف من عشر شركات أخرى، فإنه من الممكن الآن ربط استخدام الخيارات الممنوحة لمدير عام شركة (أ) بتحقيق نتائج أفضل من نتائج ثاني أسوأ شركة في القطاع. عندئذ ستكون خيارات مدير عام شركة (أ) مربحة في حال كانت شركته من بين أفضل ثماني شركات في قطاعها الاقتصادي الذي يضم عشر شركات. (وبالطبع سيكون ربح الخيارات أكبر كلما تحسن ترتيب الشركة (أ) ضمن القطاع). لهذا النوع من أنواع الخيارات المفهرسة احتمال الربح ذاته الذي تتمتع به الخيارات التقليدية، لكنه يقدم حوافز أقوى من الحوافز التي تقدمها الخيارات التقليدي، وذلك أثناء تعزيز ربط التعويضات المقدمة لمدير عام الشركة بالقيمة التي يضيفها إلى قيمتها الأصلية التي تأتي نتيجة لجهوده الخاصة.

إضافة إلى ذلك، حتى لو اعتبرت الخيارات المفهرسة نظامياً الشكل الوحيد المتاح بين أشكال الخيارات منقوصة ثمار المصادفة، فإن مهابة المجازفة لدى المديرين بمفردها لا يمكن أن تفسر الغياب شبه التام لتلك الخيارات من خطط التعويضات التي تعتمدها الشركات العامة. بالطبع قد يطلب المدير العام، إذا ما عرضت عليه خيارات مفهرسة

عوضاً عن الخيارات التقليدية، زيادة في القيمة المتوقعة لتلك الخيارات من أجل تعويض خطر الخسارة في تلك الخيارات. وليس من المستبعد أن يرضى المسهمون بتسوية كهذه في بعض الشركات على الأقل. لكن من المستبعد جداً أن يكون المديرون العامون في جميع الشركات العامة تقريباً يهابون المجازفة إلى ذلك الحد الذي يطالبون معه بسوية عالية جداً من التعويضات تتجاوز أرباح حملة الأسهم الناتجة عن اعتماد خطط الخيارات المفهرسة. إذاً فذريعة خفض تكاليف تعويض خسائر المديرين الناتجة عن الخيارات المفهرسة لا يمكنها على الإطلاق تقديم تفسير منطقي لهذه الندرة في اعتماد تلك الخيارات في خطط تعويضات المديرين.

تركز الذريعة السابعة على أن للمديرين مصلحة بالاستثمار في سلة واسعة الطيف من الأسهم المتنوعة في السوق. من المعروف أن الخيارات التقليدية تكافئ المديرين على أي ارتفاع في سعر سهم شركتهم، أكان ذلك لأسباب تتعلق بالشركة عينها أم لأسباب تتعلق بالقطاع أو السوق بأكمله. ولقد كانت المشكلة التي ركزنا عليها نقاشنا فيما تقدم أن تعويضات المديرين المرتبطة بأداء القطاع أو السوق ليس لها أي علاقة بأدائهم الفعلي. ومما حير خبراء الاقتصاد أيضاً في مسألة الاعتماد الواسع للخيارات التقليدية في خطط تعويضات المديرين أن ربط تعويضات المديرين بأداء القطاع أو السوق من شأنه أن يعرضهم لمخاطر السوق. وإذا ما انطلقنا من أن المديرين يهابون المجازفة، ومن أنهم لهذا السبب يقوّمون التعويضات المحفوفة بالمخاطر بأقل مما يقوّمون سواها من التعويضات، فإنه من الأوفر على الشركات -على الأقل في عالم خال من الضرائب- أن تمنح مديريها خيارات مفهرسة ومبالغ نقدية تساوي قيمة خياراتهم التقليدية في السوق عوضاً عن منحهم تلك الخيارات.

غير أن بعض خبراء الاقتصاد يرى أن المديرين قد يرغبون في الواقع بالاستثمار في سلة واسعة الطيف من الأسهم المتنوعة في السوق، وأنهم إذا ما منحوا مبالغ نقدية، فسيستثمرونها في سلة كهذه[29]. من هذا المنظار فإن منح المديرين خيارات تقليدية لا يدعو إلى الحيرة أكثر من منحهم خيارات مفهرسة بالإضافة إلى مبالغ نقدية كبيرة. وبالفعل عندما ننطلق من أن المديرين في الغالب سيستثمرون أموالهم في سلة واسعة الطيف من الأسهم المتنوعة في السوق، يغدو من الأسهل منحهم التعويضات على نحو خيارات تقليدية ترتبط بطبيعتها بتقلبات السوق ككل.

ليس لدينا مشكلة مع هذا التحليل. فمنح الخيارات التقليدية لا يشكل بالنسبة إلينا لغزاً أكبر مما يشكله منحهم حزمة من الخيارات المفهرسة ومبلغاً نقدياً كبيراً جداً. غير أن النمو الكبير في تعويضات المديرين على مدى العقد المنصرم قد جرى تسويغه في كثير من الأحيان على أساس أنه ضروري من أجل تقديم الحوافز للمديرين لكي يحسنوا أداءهم. وقد نجح هذا التسويغ في جعل المستثمرين يقبلون بهذا النمو الكبير في حجم تعويضات المديرين، وما كانوا سيقبلون به لو كان على شكل مبالغ نقدية. إن ما نريد أن نؤكد عليه هنا هو ببساطة أن الجزء الأكبر من قيمة الخيارات التقليدية المقدمة للمديرين –التي كان ينظر إليها على نطاق واسع بوصفها أجراً مرتبطاً بالأداء– هو في الواقع أجر منفصل تماماً عن الأداء.

أما الذريعة الثامنة فتقوم على فرضية توفير الضرائب. يرى ديفيد شايزر أن الخيارات التقليدية تتمتع في بعض الحالات بأفضلية ضريبية على الخيارات المفهرسة[30]. يذكرنا شايزر بأن الشركات منذ 1994، لم يعد بإمكانها الاستفادة من الخصم الضريبي على تعويضات المديرين التي تتجاوز في قيمتها عتبة المليون $ ما لم تكن مرتبطة بالأداء[31]. وعلى العموم ينظر إلى خيارات الأسهم، سواء أكانت تقليدية أم مفهرسة، باعتبارها تعويضات مرتبطة بالأداء[32]. لكن الخيارات التقليدية لا تفلتر تأثير تقلبات أسعار الأسهم، لا في الحقل الذي تعمل فيه الشركة ولا في السوق عامة، على حجم تعويضات المديرين. لذلك فهي تمنح المديرين قيمة مضافة كبيرة لا علاقة لها بأدائهم الفعلي. إذاً وبحسب نظرية شايزر، فإن الخيارات التقليدية قد تكون مفيدة بالنسبة للشركات التي تريد تحقيق هدفين اثنين في الوقت نفسه: (1) منح المديرين أجراً يخضع للخصم الضريبي مع أنه غير مرتبط بأدائهم الفعلي، و(2) منح ذلك الأجر على شكل حقوق لشراء الأسهم في السوق.

إن الطرح الذي يقدمه شايزر يقر بأن جزءاً أساسياً من التعويضات الممنوحة على شكل خيارات تقليدية لا يرتبط بأداء المديرين، وما يود التركيز عليه يتمثل ببساطة في أنه إذا كان المطلوب تقديم أجر للمديرين غير مرتبط بأدائهم، فإن اعتماد الخيارات التقليدية يضمن للشركات على الأقل أن تستفيد من فرصة تطبيق الخصم الضريبي على تلك الخيارات.

لكنه لا يقدم أي سبب مقنع يسوغ منح المديرين تلك المبالغ طائلة من التعويضات التي لا تقدم لهم أي حوافز لتحسين أدائهم.

فضلاً عن ذلك، وكما لاحظ شايزر، فإن الشركات قد تفادت إلى حد بعيد اعتماد الخيارات المفهرسة، حتى قبل أن تغدو الخيارات التقليدية وسيلة لدفع التعويضات المعفاة من الضرائب للمديرين دون ربطها بأدائهم الفعلي - أي قبل عام 1994 حين لم يكن هناك أي سقف للتعويضات التي يمكن إدراجها ضمن نطاق الخصم الضريبي. ومن ناحية أخرى فإن هناك عدداً كبيراً من الشركات التي لا تدفع ضريبة على دخلها، ومن البديهي ألا تعنيها فرصة الخصم الضريبي على تعويضات مديريها. من هنا يمكننا القول إن ذريعة شايزر القائمة على نظرية الخصم الضريبي لا يمكنها أن تفسر الاعتماد الحصري لجميع الشركات تقريباً على الخيارات التقليدية بعد العام 1994.

إنه لأمر مدهش فعلاً أن نرى هذا القدر الكبير من الطاقة الفكرية يهدر من أجل اختراع الذرائع والمسوغات للقول: إن غياب خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة إنما يصب في مصلحة حملة الأسهم، وأنه لذلك يتفق مع مبدأ التفاوض على مطال الذراع بين المديرين ومجلس الإدارة. أما خبراء الاقتصاد المالي الذين لم تقنعهم تلك الذرائع والمسوغات فقد عدّوا ببساطة أن هذا الانتشار الواسع للخيارات التقليدية «يستحق المزيد من البحث». إن الاعتقاد بأن المزيد من البحث سيوصلنا إلى تفسير مقنع يظهر فاعلية وكفاءة الخيارات التقليدية، إنما يعكس مدى التأثير الهائل الذي ما فتئ نموذج المساومة على مطال الذراع يمتلكه في علم الاقتصاد المالي. فبالنسبة للكثيرين ممن ارتووا من أسس ومبادئ هذا العلم، من الصعب القبول باحتمال كون ترتيبات التعويضات المعمول بها ليست بالضرورة نتيجة للمساومة على مطال الذراع وبأن تلك الترتيبات قد لا تصب فعلاً في صالح حملة الأسهم.

13 المزيد عن ثمار المصادفة في التعويضات القائمة على حقوق الملكية

إن خطط [الخيارات العائمة] تمثل أجراً يدفع لمالكها لقاء مجرد انقضاء الزمن

وارن بوفيت، 1998

نتابع في هذا الفصل مناقشتنا لتلك السمة المثيرة للعجب التي تتمتع بها الخيارات التقليدية القائمة على حقوق الملكية، ألا وهي استقلالها التام عن الأداء. سنستأنف نقاشنا بسرد ثلاث ممارسات ذات صلة بالتعويضات القائمة على خيارات الأسهم وتتسم جميعها بأنها غير مرتبطة بأداء المديرين المستفيدين منها: (1) استعمال ما يسمى «الخيارات العائمة» بطريقة شبه موحدة؛ (2) إعادة تسعير الخيارات وما يسمى «إعادة تسعير الخيارات من الباب الخلفي» عندما ينخفض سعر سهم الشركة؛ و(3) تقديم ميزة «إعادة الشحن» التي تمكن المديرين من اغتنام فرص الاهتزازات السريعة والشديدة في أسعار أسهم خياراتهم. ننهي هذا الفصل بمناقشة ما يسمى «ملكية الأسهم المقيدة» وبتقديم تفسير لحقيقة أن الاعتماد المتزايد على ذلك النوع من التعويضات بديلاً عن التعويضات القائمة على خيارات الأسهم سيؤدي في المحصلة إلى زيادة ثمار المصادفة التي يجنيها المديرون لا إلى إنقاصها.

الخيارات العائمة

لغز الشكل الموحد للخيارات المعتمد في جميع الشركات تقريباً

من المفترض أن تقدم الخيارات؛ للمديرين حوافز مالية تحثهم ليس فقط على بذل الجهد ولكن أيضاً على اتخاذ القرارات المناسبة لصالح الشركة[1]. فالمديرون على العموم أشخاص يهابون المجازفة والتغيير، لذلك فإنهم قد يترددون في اتخاذ القرارات التي تصب

في مصلحة حملة الأسهم ولكنها محفوفة بقدر من المجازفة يتخطى القدر الذي يرتاحون له. وهنا يأتي دور الخيارات؛ إذ يُعتقد أنها تعمل في الاتجاه المعاكس لهذا الميل السائد لدى المديرين أثناء تقديم الحوافز المالية لهم لحثهم على المزيد من الجرأة والمجازفة في اتخاذ القرارات الحاسمة. أما مدى تحفيز الخيارات للمديرين ودفعهم باتجاه اتخاذ القرارات الجريئة فيعتمد جزئياً على سعر استخدام الخيارات. وهكذا فإن أسعار استخدام الخيارات المبالغ في ارتفاعها أو انخفاضها تدفع المديرين إلى المبالغة في المجازفة أو المبالغة في التحفظ. من هنا تتحدد كفاءة كلفة الخيارات على حملة الأسهم ومدى فاعليتها لتحقيق مصلحتهم بسعر الاستخدام المحدد لتلك الخيارات.

من غير المستغرب أن يكون سعر الاستخدام الأمثل للخيارات في حالة معينة مرتبطاً بعدد كبير من العوامل[2]. وقد أظهرت دراسات عدة منشورة في أدبيات علم الاقتصاد المالي أنه من المستبعد جداً أن تثبت خطة خيارات واحدة كفاءتها في جميع الحالات. تعتمد الحوافز التي تخلقها خطة خيارات معينة على عوامل متنوعة خاصة بصاحب الخيارات، مثل طبيعة سلة الأسهم التي يفضلها وطبيعة المجازفات التي يميل إليها[3]. في الوقت ذاته هناك عوامل أخرى مرتبطة بالشركة، مثل فرص النمو وأعباء الديون على سبيل المثال، تلعب أيضاً دورها في تحديد الحوافز المطلوب خلقها عن طريق الخيارات الممنوحة[4]. إلى جانب اختلاف هذه العوامل من شركة لأخرى فإنها قد تختلف أيضاً بالنسبة لشركة واحدة من وقت لآخر. لذلك ما من سبب نطقي يجعلنا نتوقع أن سعر الاستخدام الأمثل والأكثر كفاءة لاستخدام الخيارات هو ذاته بالنسبة لجميع المديرين تقريباً وفي كل الشركات وفي كل الأوقات.

وبرغم ذلك فقد أظهرت دراسة تحليلية لخيارات الأسهم الممنوحة للمديرين العاملين في ألف شركة أمريكية كبرى عام 1992 أن أكثر من 95 بالمئة من تلك الخيارات هي من نوع الخيارات العائمة (أي بسعر استخدام يساوي سعر السهم في السوق بتاريخ منح تلك الخيارات)[5]. لقد عبر براين هول و كيفن موري عن استغرابهما الشديد لاعتماد هذا الشكل شبه الموحد من خيارات الأسهم والذي بقي سائداً حتى الآن، واصفين ذلك بأنه أمر «مذهل»[6]. ومع ظهور بعض الحراك في السنوات القليلة الماضية باتجاه نوع آخر من خيارات الأسهم يتجاوز سعر استخدامها سعر السهم في السوق بتاريخ منحها (خيارات السعر المرتفع)، فإنه

يبقــى حراكاً بطيئاً ودون مستــوى التوقعات. في أوائل العام 2004 أثارت شركة آي بي إم على سبيل المثال الكثير من الانتباه بإعلانها أنها ستباشر منح كبار مديريها خيارات يتجاوز سعر استخدامها سعر السهم في السوق بتاريخ منحها بمقدار 10 بالمئة[7]. لكن الشركات التي تعتمد هذا النوع من خيارات السعر المرتفع لا يتجاوز عددها عدد أصابع اليد الواحدة[8].

مــن الممكن إرجاع الغياب شبه التام لخيارات السعر المنخفض (أي بسعر استخدام أقل من سعر السهم في السوق بتاريخ منحها) إلى القوانين الضريبية والمحاسبية. فالمادة 162(m) مــن قانون الإيرادات الضريبية الداخلية لا تنظــر إلى هذا النوع من الخيارات بصفته نوعاً مــن التعويض المرتبــط بالأداء، ولذلك فهي لا تدخل ضمن حيــز الخصم الضريبي في حال تخطى مجموع التعويضات غير المرتبطة بالأداء التي يتقاضاها المدير عتبة المليون $ سنوياً. بالإضافــة إلى ذلك فــإن خيارات السعــر المنخفض تدخل في حسابــات الشركات في مقابل الإيرادات على عكس الخيارات العائمة وخيارات السعر المرتفع.

لكــن، لا القوانين الضريبيــة ولا القوانين المحاسبية يمكنها أن تفســر لماذا 5 بالمئة فقط مــن الشركات تعتمد نوع خيارات السعــر المرتفع[9]. وليس هناك من سبب مقنع يجعلنا ننظر إلى هــذا النــوع مــن الخيارات على أنه غــير فاعل في جميع الحــالات تقريبــاً، إذ إن هناك احتمالاً واقعياً في أن تتحول خيارات السعر المرتفع (الخاسرة) إلى خيارات بسعر منخفض (رابحــة) إذا ما كان أداء الشركة جيداً بالمقارنة مــع نظيراتها. أما الخيارات العائمة فمن المرجــح أن تتحــول مع مرور الوقت وفي ظروف النمو المطرد لأسعــار السوق إلى نوع خيارات السعر المنخفض.

وكمــا لاحظ براين هول وآخــرون فإن خيارات السعر المرتفع عــادة ما تؤدي إلى ارتباط أقوى بين الأجر والأداء من الارتباط الذي ينتج عن الخيارات التقليدية[10]. وهنالك مؤشرات واقعية تسمح بالاعتقاد بأن منح المديرين خيارات بسعر مرتفع عوضاً عن الخيارات العائمة سيــؤدي عموماً إلى زيــادة قيمة الشركة[11]. إذاً فمن المستبعد جــداً أن تكون خيارات السعر المرتفــع غير فاعلة في جميع الحالات تقريباً. وبحسب هول فــإن الغياب شبه التام لخيارات السعــر المرتفــع يبدو محيراً جداً إذا مــا أخذنا بعين الاعتبار ميزاتهــا الواضحة فيما يتعلق بربط الأجر بالأداء[12].

إن سعر الاستخدام المعتمد من قبل جميع الشركات عموماً يبدي في الواقع تجانساً غريباً وعلى محورين اثنين: (1) فكل شركة تعتمد سعر الاستخدام ذاته لجميع خيارات الأسهم المقدمة للعاملين فيها، بغض النظر عن موعد استحقاقها ومدة صلاحيتها؛ و(2) جميع الشركات تقريباً تعتمد الطريقة ذاتها في تحديد سعر استخدام خياراتها، وذلك بجعله مساوياً لسعر السهم في السوق بتاريخ منح الخيارات. وفي حين دار نقاش واسع حول تجانس سعر الاستخدام على المحور الثاني، لم يتطرق أحد إلى ذلك التجانس الغريب على المحور الأول في سعر استخدام الخيارات ضمن الشركة الواحدة بغض النظر عن موعد استحقاقها، باستثناء عدد قليل جداً من المحللين.

لما كان متوسط أسعار الأسهم في السوق يرتفع مع مرور الزمن، فإن الخيارات الممنوحة بالسعر الراهن من المتوقع أن تتحول في وقت لاحق إلى خيارات بسعر منخفض عملياً، وأن تخلق حوافز مشابهة لتلك التي تخلقها الخيارات التي منحت بسعر منخفض أصلاً. إضافة إلى ذلك فإن حقيقة تفوق سعر السهم في السوق على سعر استخدام الخيارات ستغدو مع مرور الزمن أقل دلالة على مدى كفاءة المديرين في تحقيق زيادة فعلية في رأسمال حملة الأسهم منذ أن منحوا تلك الخيارات. فالمديرون الذين يحصلون على خيارات عائمة بأجل ينتهي بعد عشر سنوات سيحققون أرباحاً صافية ما دامت أسعار الأسهم سترتفع اسمياً على مدى عشر السنوات. وكنتيجة لذلك بوسع المديرين أن يحصدوا ربحاً محققاً حتى لو كانت الأرباح الحقيقية للمسهمين ضحلة جداً وحتى لو انقلبت تلك الأرباح فعلياً إلى خسائر.

لقد أعلنت شركة أبل على سبيل المثال في تقرير قدمته في آذار/ مارس من العام 2001، إلى هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية أنها منحت مديرها العام ستيفن جوبز في السنة المنصرمة خيارات لشراء أسهمها بقيمة 20 مليون $. ووفق تقديرات الشركة، فإن قيمة خيارات السيد جوبز ستبلغ في نهاية أجلها 548,317,503$ إذا ما ارتفع سعر سهم الشركة في السوق بمعدل 5 بالمئة سنوياً (وهو معدل أقل من المعدل الوسطي لارتفاع أسعار أسهم البورصة فيما مضى وأقل من نسبة العوائد الممنوحة على سندات الشركة طويلة الأمد في ذلك الوقت)[13].

تتمثل إحدى الطرائق الكثيرة الممكنة لخفض هـذه الأرباح السهلة والضخمة في تحديد سعر استخدام للخيارات يرتفع مع مرور الزمن بنسبة محددة ومتفق عليها سلفاً. فالخيارات الممنوحة بسعر استخدام يساوي السعر الراهن للأسهم في السوق التي تستحق بعد مضي خمس سنوات، سيكون سعر استخدامها الحقيقي حين استحقاقها أقل جداً من سعر سهم الشركة حينئذ. لتفادي مثل هذا «التأكُّل» يمكن تصحيح سعر استخدام الخيارات بما يتناسب مع التضخم الحاصل بمرور الزمن. هناك طيف واسع من أساليب تصحيح سعر استخدام الخيارات مع مرور الزمن، منها على سبيل المثال، أن يرتفع سعر الاستخدام سنوياً بنسبة معدل الفائدة على سندات الخزانة. وبالفعل فقد بدأت شركات عدة في أستراليا ونيوزيلندا باعتماد خيارات يرتفع سعر استخدامها مع تقدم الزمن[14]. أما في الولايات المتحدة فلم تبد مجالس الإدارة اهتماماً يذكر بجعل أسعار استخدام الخيارات تابعاً للزمن الذي يفصل بين تاريخ منح الخيارات وتاريخ استخدامها.

لسنا الآن في صدد تحديد الأسلوب الأمثل لتحديد سعر استخدام الخيارات وتصحيحه، إن اقتضى الأمر، أثناء مدة صلاحية تلك الخيارات. فالسعر الأمثل لاستخدام الخيارات قد يتغير من حالة لأخرى ومن وقت لآخر، وذلك تبعاً لعوامل عدة منها المكافئ الزمني للمال ونسبة التضخم على سبيل المثال. إن الأمر الذي نهدف إلى التأكيد عليه هنا هو أنه ما من سبب منطقي مقنع يجعلنا نتوقع أن القيمة المثلى لسعر استخدام الخيارات هي ذاتها بالنسبة لجميع الشركات وجميع المديرين وفي كل الأزمان وجميع تواريخ الاستخدام.

التفسير المرتكز إلى نفوذ وسلطة المديرين

لما كان من المنطقي الاعتقاد بأن سعر الاستخدام الأمثل الذي يعظم القيمة يختلف باختلاف مدة الاستحقاق ويتغير من شركة لأخرى، فإن التجانس الحالي السائد لسعر الاستخدام على هذين المحورين (محور مدة الاستحقاق ومحور الشركات) يشكل لغزاً كبيراً بالنسبة لأولئك المقتنعين بمبدأ المساومة على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة. غير أن هذا التجانس لا يشكل لغزاً على الإطلاق عندما نأخذ سلطة ونفوذ المديرين بعين الاعتبار. فحينئذ يمكننا القول إن مجالس الإدارة لم تكن تبحث عن سعر الاستخدام

الأمثـل لتعظيم قيمة رأسمال حملة الأسهم، بل إنها كانت تبحث، على العكس من ذلك، عن سعــر استخــدام يعظم ربح المديرين، أي عن أخفض سعــر استخدام ممكن في كل حالة من الحالات وبما يتفق مع الضوابط الأخرى التي تتحكم في عملية تحديد ذلك السعر.

تقدم خيارات الأسهم العائمة الحل الأمثل الذي يدر على المديرين أكبر قدر من الأرباح بأقـل قدر من السخــط من جانب حملة الأسهــم. إذا انطلقنا من عدد محــدد من خيارات الأسهم، فإن مصلحة المديرين تقتضي تحديد سعر الاستخدام أدنى ما يمكن، فأي خفض في سعــر استخدام الخيارات يعني ربحاً بالمقدار ذاته في الوقت الذي تتحول فيه تلك الخيارات إلى نــوع خيارات السعــر المنخفض أي عندما تصبح خيارات رابحــة. من هنا فإن المديرين يفضلون ذلك النوع من الخيارات التي يتحدد سعر استخدامها منخفضاً قدر المستطاع لكن دون أن يسبب ذلك سخطاً لدى حملة الأسهم.

إن منــح المديرين خيــارات بسعر منخفـض (أي بسعر استخدام أدنى مــن سعر السهم في الســوق بتاريــخ منح الخيارات) قد يستدعــي سخطاً واستنكاراً لأسبــاب عدة. فبالرغم مــن أن الخيارات العائمة أيضــاً ربما تكافئ المديرين على سوء أدائهــم، فإن هذا التناقض سيبرز أكثر في حال اعتماد خيارات السعر المنخفض. وعلاوة على ذلك فإن خيارات السعر المنخفـض لا تعــد من «التعويضــات المرتبطة بــالأداء»، ولا تدخل تالياً ضمــن حيز الخصم الضريبي المنصوص عليه في المادة 162(m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية[15]، ومن هنــا قد يفهم اعتمادها على أنه موجــه ضد مصلحة حملة الأسهم بصورة فاضحة. وأخيراً فــإن خيارات السعر المنخفض يجــب إدخالها في حسابات الشركات، وإذا ما اعتمدت شركة مــا هذا النوع من الخيارات لا يبقــى بمقدورها التذرع بحجة الاعتبارات المحاسبية من أجل رفض اعتماد الخيارات منقوصة ثمار المصادفة. إذاً فاعتماد خيارات السعر المنخفض من شأنه أن يقوض أحد أهم المسوغات التي تسوقها الشركات من أجل رفض اعتماد الخيارات منقوصة ثمار المصادفة.

نفهــم إذاً مــن النقاش السابق لماذا لا يلجــأ مصممو خطط الخيــارات إلى اعتماد نوع خيــارات السعــر المنخفض في خططهم. غير أن شطب هذا النــوع من أنواع الخيارات يترك

أمام المصممين إمكانات أخرى عديدة لتحديد سعر استخدام خيارات الأسهم، إما بما يساوي سعر السهم بتاريخ منح الخيارات وإما بأعلى منه بمقادير مختلفة. من بين تلك الإمكانات يبقى سعر الاستخدام المساوي لسعر السهم بتاريخ منح الخيارات أدنى أسعار الاستخدام المتاحة. ومن جهة أخرى ربما يجد اختيار هذا النوع من أنواع الخيارات (العائمة) مسوغه المقبول ظاهرياً: فالمدير بهذه الطريقة لا يجني الأرباح إلا إذا حقق سعر السهم في السوق ارتفاعاً صافياً قياساً إلى سعره بتاريخ المنح؛ وإضافة إلى ذلك فإن هذا النوع من الخيارات قد يكون فاعلاً في بعض الحالات وضمن شروط محددة. إن تقاطع رغبة المديرين المؤكدة في الحصول على أدنى سعر استخدام ممكن لخياراتهم مع شرط ألا يكون سعر الاستخدام أدنى من سعر سهم الشركة بتاريخ المنح، يقدم تفسيراً مباشراً لحقيقة اعتماد نوع الخيارات العائمة في جميع الحالات تقريباً، وذلك بغض النظر عن موعد استحقاق الخيارات وآجالها والظروف الاقتصادية السائدة في السوق وخصوصية الشركة المانحة للخيارات والسمات الشخصية الخاصة للمدير المعني.

تقدم الخيارات العائمة للمديرين قدراً كبيراً جداً من ثمار المصادفة، حتى لو كان سعر السهم بتاريخ المنح يعبر فعلاً عن قيمته الحقيقية في ذلك الوقت. غير أن المجال متاح أمامهم لزيادة حجم ثمار المصادفة أثناء انتقاء التوقيت الاستراتيجي المناسب لمنح الخيارات أو لنشر المعلومات حول الأداء الاقتصادي للشركة. فالمديرون يتمتعون بسلطة ونفوذ يخولانهم تحديد زمن نشر بيانات الشركة المالية وكذلك تحديد زمن منح الخيارات، وبوسعهم أن يوظفوا لعبة التوقيت هذه بما يرفع احتمال أن يكون سعر السهم في تاريخ منح الخيارات أدنى من سعره الحقيقي. وبالطبع فإن خفض سعر السهم بتاريخ منح الخيارات يعني انخفاض سعر الاستخدام، الأمر الذي يعني زيادة أرباح مالك الخيارات عندما يستخدم خياراته في وقت لاحق. إذاً يمكننا القول إن المديرين عموماً يحصلون على خياراتهم بسعر استخدام أدنى وسطياً من السعر الحقيقي لأسهم الشركة في تاريخ المنح، الأمر الذي يؤمن لهم ربحاً أعلى.

منحت شركة سيبل سيستمز على سبيل المثال في 17 نيسان/أبريل عام 2001 اثنين من كبار مديريها 600,000 خيار لشراء أسهمها، وقد حددت سعر استخدام تلك الخيارات

مساوياً لسعر سهم الشركة عند انتهاء التداول في السوق في ذلك اليوم والذي بلغ 33$ [16]. بعد إغلاق السوق يوم 18 نيسان/أبريل كشفت الشركة عن ارتفاع كبير في قيم أرباحها ومبيعاتها في الربع الأول من العام. بالطبع أدت تلك المعلومات إلى قفزة كبيرة في سعر سهم الشركة، حيث بلغ سعر السهم في اليوم التالي لإعلان المعلومات أي يوم 19 نيسان/أبريل 46$. لو أن تلك المعلومات كانت قد أعلنت قبل انتهاء التداول يوم 17 نيسان/أبريل — أو لو تم تأجيل منح الخيارات إلى يوم 19 نيسان/أبريل - لكان المديران حصلا على خيارتهما بسعر استخدام أعلى من السعر الذي حصلا عليه بقيمة 13$. إن شركة سيبل سيستمز، عبر منحها مديريها تلك الخيارات قبيل الكشف عن تلك المعلومات المهمة مباشرة، قد منحتهما خفضاً في سعر استخدام كل خيار من الخيارات الـ 600,000 بمقدار 13$ - ما شكل ربحاً محققاً قارب الثمانية ملايين $.

بالطبع لا يمكن اعتبار تتابع تلك الأحداث إثباتاً قانونياً على ارتكاب مديرَي شركة سيبل أي جرم في حق حملة أسهم الشركة. فقد يكون تاريخ منح الخيارات وتاريخ كشف المعلومات قد جرى تحديدهما سلفاً منذ زمن بعيد وقبل أن يستطيع أحد التكهن بأن هذا التوقيت سيدر على مديري شركة سيبل هذا الحجم الكبير من ثمار المصادفة بملايين الدولارات. فمن الناحية النظرية من الممكن أن تكون تلك الثمار قد سقطت بمحض المصادفة. غير أن دراسات عدة قد وجدت ارتباطاً منهجياً بين تواريخ منح الخيارات وتواريخ كشف البيانات المالية لكثير من الشركات[17]. وقد خلصت تلك الدراسات إلى النتيجة التالية: إن الشركات عموماً تميل إلى الإعلان عن الأخبار السيئة قبيل منح خيارات الأسهم لمديريها وتؤجل الإعلان عن الأخبار الجيدة إلى ما بعد تاريخ المنح.

تركز الدراسة التي قام بها ديفيد يرماك على تصاريح الإيرادات التي عادة ما تعلن في أوقات محددة وموزعة على مدار العام. لقد وجد يرماك أن احتمال منح المديرين خيارات الأسهم قبل الإعلان عن أرقام الإيرادات المشجعة أكبر من احتمال منح الخيارات قبل الإعلان عن التصاريح غير المشجعة، واستنتج أن للمديرين تأثيراً واضحاً على لجنة منح التعويضات يجعلها تمنحهم الخيارات في الوقت المناسب، أي عندما يعرفون سلفاً أن

قيم الإيرادات التي ستعلن بعد وقت قصير ستكون إيجابية ومشجعة ومن المرجح أن تدفع بسعر السهم إلى الارتفاع. بهذا يكون المديرون قد حصلوا على نوع خيارات السعر منخفض بهيئة الخيارات العائمة. إضافة إلى ذلك خلصت دراسة يرماك أيضاً، وبما يتفق مع الرؤية المستندة إلى نفوذ المديرين وسلطتهم، إلى أنه كلما زادت سلطة المديرين العامين داخل مجالس الإدارة، زادت معها قدرتهم على استحصال تخفيضات أكبر على أسعار استخدام خياراتهم.

ألقى ديفيد أبودي و روم كاشزنيك نظرة فاحصة على تلك الشركات التي تحدد سلفاً تواريخ منح خياراتها – أي تلك الشركات التي لا يبدو للمديرين فيها أي سلطة على تحديد موعد حصولهم على خياراتهم. وجد الباحثان أن المديرين كانوا يتحكمون بمواعيد نشر المعطيات الاقتصادية حول أداء شركاتهم على نحو ينتج عنه انخفاض في أسعار الأسهم قبل تاريخ حصولهم على خياراتهم العائمة[18]. فعلى سبيل المثال، كان المديرون يدفعون باتجاه تأخير الإعلان عن الأخبار الجيدة إلى ما بعد حصولهم على خياراتهم. وبحسب دراسة أخرى قام بها ستيفن بلسم و هوادجينغ تشن و سرينيفاسان سانكاراغوروسوامي، فإن بعض المديرين كانوا يتلاعبون بأرقام إيرادات الشركة لكي ينتج عن ذلك انخفاض في سعر سهم الشركة في الوقت المناسب قبيل حصولهم على خياراتهم[19]. إضافة إلى ذلك كان بعض المديرين يضخمون الاستحقاقات المتراكمة التي من شأنها خفض أرباح الشركة المتراكمة قبل حلول مواعيد منح الخيارات.

وكما هي الحال بالنسبة للمديرين الذين يمتلكون سلطة تحديد وقت حصولهم على خياراتهم، فإن أولئك الذين يتحكمون بمواعيد نشر المعطيات الاقتصادية حول أداء شركاتهم ويتلاعبون بحجم الاستحقاقات المترتبة عليها، يحصلون أيضاً على خيارات بسعر استخدام أدنى من القيمة الحقيقية لسهم الشركة بتاريخ المنح. وفي كلتا الحالتين يؤدي تأثير المديرين إلى تفاقم ظاهرة الفصل بين الأجر المقدم للمديرين على شكل خيارات عائمة من ناحية وأداء المديرين من ناحية أخرى.

إعادة التسعير وإعادة التسعير من الباب الخلفي

لقد رأينا كيف أن الخيارات العائمة تسمح للمديرين بالاستفادة من أرباح أسهم السوق في أوقات نموه بغض النظر عن أدائهم الفعلي. ننتقل الآن لنلقي نظرة على ما يحدث عندما ينخفض سعر السهم في السوق إلى ما دون سعر استخدام الخيارات. وعلى عكس ما قد يتوقعه المرء، فإن الشركات لا تترك المديرين خالي اليدين في مثل هذه الحالات، بل إنها تلجأ إما إلى إعادة تسعير الخيارات الخاسرة وإما إلى القيام بما يمكن تسميته «إعادة التسعير من الباب الخلفي»، وذلك عبر إصدار خيارات جديدة بسعر استخدام أدنى من الخيارات القديمة. إن آمال المديرين في حصولهم على تعويضات في مثل هذه الحالات قد فاقمت من ظاهرة ضعف الارتباط بين الأجر المقدم للمديرين على شكل خيارات أسهم وسوية أدائهم الفعلي.

مكافأة المديرين عندما تنخفض أسعار الأسهم في السوق

حتى أواخر التسعينيات من القرن الماضي كانت الوسيلة الوحيدة المتاحة أمام الشركات لتعوض مديريها عن خسائر خياراتهم بفعل انخفاض أسعار الأسهم في السوق، الذي يجعل تلك الخيارات خاسرة (أي من نوع خيارات السعر المرتفع) هي خفض سعر استخدام تلك الخيارات. قام ميناخيم برينر و رانغاراجان سوندارام و ديڤيد يرماك بدراسة قاعدة معطيات مديري الشركات المدرجة على مؤشر إس & بي بين العامين 1992 و1995، ووجدوا أن نسبة 1.3 بالمئة من المديرين في كل سنة من سنوات الدراسة قد مُنحوا إعادة تسعير لخياراتهم[20]. من بين حالات إعادة التسعير البالغ عددها 806 حالات، وجد الباحثون أن سعر الاستخدام قد جرى خفضه في جميع الحالات ما عدا حالتين اثنتين، وكانت نسبة الخفض الوسطية 39 بالمئة[21].

تجدر الملاحظة أن مؤشر إس & بي 500 قد ارتفع بنسبة 50 بالمئة أثناء مدة الدراسة، دون أن تسجل أي حالة خسارة تذكر للشركات. ولا شك في أن حالات إعادة التسعير كانت ستكون أكثر كثيراً لو لم ينمُ سوق الأسهم بهذه السرعة وبهذا الثبات على مدى حقبة الدراسة.

منذ أن ألزمت هيئة معايير الحسابات المالية الأمريكية جميع الشركات باحتساب خيارات أسهمها التي تجري إعادة تسعيرها بعد 15 كانون الأول/ديسمبر 2004، أصبحت الشركات أقل حماساً لإجراء إعادة التسعير[22]. لكنها وجدت طرقاً أخرى -أطلق عليها براين هول و توماس كنوكس اسم «إعادة التسعير من الباب الخلفي»- من أجل تحقيق النتائج عينها ودون الحاجة لاحتساب الخيارات في الميزانية[23].

عندما يقف المديرون حاملين خيارات قد غدت خاسرة (أي قد تحولت إلى خيارات بسعر مرتفع)، فإن الشركات تبادر عادة إلى إجراء عملية إعادة تسعير من الباب الخلفي، وذلك عبر إعادة ملء جعبة المديرين بخيارات جديدة بسعر استخدام أدنى. في بعض الحالات يجري حذف الخيارات القديمة الخاسرة ذات السعر المرتفع قبل منح الجديدة[24]، وفي حالات أخرى يحتفظ المديرون بخياراتهم القديمة إلى جانب الجديدة. بالطبع يفضل المديرون الاحتفاظ بخياراتهم القديمة؛ إذ إنها ولو كانت «غارقة» أي خاسرة في الوقت الراهن، فهي لا تزال تحمل قيمة، وبخاصة إذا كانت مدة صلاحيتها لا تزال طويلة نسبياً. وعلى الرغم من أن الأشكال المتعددة لإعادة التسعير من الباب الخلفي تختلف بعض الشيء فيما بينها وعن شكل إعادة التسعير الاعتيادية، فإننا وبغرض التبسيط سنشير بعبارة إعادة التسعير إلى جميع الطرائق التي تهدف إلى منح قيمة إضافية للمديرين الذين أصبحت خياراتهم غارقة.

إن مشكلة جميع أشكال إعادة التسعير تتمثل في أنها تضعف الارتباط بين الأجر والأداء. وفي الواقع فإن إعادة التسعير لا تفصل فقط بين الأجر والأداء، بل إنها تكافئ عملياً الأداء السيئ. إن الآمال والتوقعات لدى المديرين بأن شركاتهم ستلجأ إلى وجه من وجوه إعادة التسعير من أجل تعويضهم عما يلحق بهم من خسارة نتيجة لتراجع أسعار أسهمها في السوق، يضعف دون شك حوافز المديرين لتحسين أدائهم. فتوقّع المديرون أن شركاتهم ستعيد تسعير خياراتهم في حال هبوط أسهمها في السوق قد يولد لديهم حافزاً لأن يختلقوا انخفاضاً قصير الأمد في أسعار أسهم شركاتهم لكي يحصلوا على إعادة تسعير لخياراتهم. إذاً، عملية إعادة التسعير تقوض في المقام الأول مسوغ تقديم الحوافز الذي يستند إليه مبدأ تقديم خيارات الأسهم للمديرين[25].

يقول المدافعون عن مبدأ إعادة التسعير إن هذا الإجراء إنما يساعد الشركات على الاحتفاظ بمديريها وتحفيزهم عندما تهبط أسعار الأسهم إلى مستويات تجعل من خياراتهم الراهنة خاسرة (غارقة) جداً. ويضيفون: إنه على الرغم من أن إعادة التسعير اللاحقة قد تقوض الحوافز السابقة، فإن الشركات قد تجد أن الربح المتوقع من الاحتفاظ بمديريها وتحفيزهم قد يغطي على الخسارة السابقة الناتجة عن عملية إعادة التسعير. لكن المستغرب أن شركات كثيرة لجأت إلى عملية إعادة التسعير مع أن خيارات مديريها الراهنة لا تزال تمتلك قيمة لا بأس بها، فالخيارات الغارقة يمكن أن تحافظ على جزء كبير من قيمتها، في حال كانت آجالها طويلة وكان السوق متقلباً جداً[26]. إذاً، مسوغ الاحتفاظ بالمديرين وتحفيزهم لا ينطبق على كثير من الشركات التي سارعت إلى إجراء عملية إعادة تسعير بعيد حدوث هبوط مفاجئ في أسعار السوق مباشرة. وبالفعل فالدراسة التي أجرتها ماري إلين كارتر و لوان لينتش لم تجد إثباتاً يذكر على أن إعادة تسعير الخيارات الغارقة من شأنه التأثير على قرار المديرين في ترك شركاتهم أو البقاء فيها[27]. وحتى لو كانت عملية إعادة التسعير قد تؤثر في بعض الحالات إيجاباً على تحفيز المدير ليبقى في منصبه، فإنه من غير المؤكد أن الأثر الإيجابي المرجو من بقاء المدير في منصبه يستحق الكلفة الناتجة عن التحفيز السلبي للمدير ومكافأته على سوء أداء الشركة في السوق.

قد يرى المدافعون عن إعادة التسعير أن مسوغاتها قوية جداً في الحالات التي يتراجع فيها سعر سهم الشركة في السوق لأسباب عامة ناتجة عن تدهور حال السوق أو القطاع بأكمله وخارجة تماماً عن سلطة المديرين أنفسهم. ولما كان مثل هذا التراجع غير ناتج عن أفعال المديرين، فإن حمايتهم من تداعياته لا يضعف حوافزهم لتحسين أدائهم[28]. غير أن إجراء إعادة تسعير خيارات الأسهم التقليدية على إثر تدهور أسعار السوق بغرض ضمان حقوق المديرين يبدو أسوأ من إجراء فهرسة الخيارات بالقياس إلى تحركات السوق في المقام الأول. إن اعتماد آلية فهرسة الخيارات التي تصحح أسعار استخدامها تلقائياً قياساً إلى تحركات السوق أو القطاع في الاتجاهين الصاعد والنازل من شأنه أن يضمن على العموم أمرين اثنين، وبخاصة في حال تدهور أحوال السوق: أولاً أن تبقى للخيارات قيمة فعلية، وثانياً ألا يتم إضعاف حوافز المديرين لتحسين أدائهم. فضلاً عن ذلك فإن هذا النوع

مـن الضمان (أي فهرسة الخيارات قياساً لمؤشرات السوق) هـو بالتأكيد أقل كلفة وتعقيداً من اعتماد الخيارات التقليدية مصحوبة بعملية إعادة تسعير لاحقة لتلك الخيارات.

يبقـى المديرون الذين يمتلكون خيـارات مفهرسة قياساً لوسطـي أداء السوق أو القطاع معزولـين عن تقلبات السـوق أو القطاع. وكنتيجة لذلك، ليس ثمة حاجـة إلى تطبيق عملية إعـادة تسعـير خياراتهم بهدف حمايتهم في حالات التدهور العام في السوق أو القطاع. ففي حال حـدوث مثل ذلك التدهور تستطيع الخيارات المفهرسة أن تعدل آثاره على نحو تلقائي، فتحمي المديرين من سوء الأداء الذي لا ذنب لهم فيه، بل إنها تكافئ المديرين الذين يظهرون أداء جيداً قياساً إلى نظرائهم مهما تدهورت حالة السوق العامة.

في ظـل الترتيبات الراهنة يحصل المديرون علـى خيارات تقليدية ويستفيدون من إعادة التسعـير عندما يتطور السوق بعكـس صالحهم. كنتيجة لذلك فـإن المديرين يقطفون ثمار المصادفة الناتجة عن أي تطور إيجابي في السوق أو القطاع ويبقون في الوقت ذاته بمنأى عن أي أثر سلبي للتدهور العام في السوق أو القطاع. ومرة أخرى نجد المديرين في موقع يحسدون عليه عنوانه «ربح مضمون وخسارة مستحيلة». حين يرافق تدهور السوق عملية إعادة تسعير لخيـارات المديرين ويتلوه صعود في أسعار الأسهم، يحقق المديـرون أفضل الأرباح، إذ إنهم يجمعون ثمار المصادفة التي ستنهمر عليهم في مدة صعود طويلة للسوق تبدأ في القاع وتصل إلى الـذروة. إن اعتمـاد الخيارات التقليدية مصحوبة بعملية إعـادة التسعير يكلف الشركة أكثر كثيراً من اعتماد الخيارات المفهرسة ولا يقدم أي حوافز إضافية للمديرين لكي يعظموا قيمة حصص حملة الأسهم.

التفسير المرتكز إلى نفوذ وسلطة المديرين

لما كان توقُّع إعادة تسعير الخيارات من شأنه أن يضعف حوافز المديرين التي جرى خلقها عبر منح تلك الخيارات، فإن اندفاع الشركات إلى إعادة التسعير لا يتفق ومبدأ التفاوض أو المساومة على مطال الذراع. يمكن تسويغ عملية إعادة التسعير والنظر إليها بصفتها وسيلة فاعلـة لحماية المديريـن في حالات تدهور السوق أو القطاع بوجه عـام، ولكن فقط في ضوء اعتماد الخيارات التقليدية. غير أن هذا التسويغ ببساطة يظلم الخيارات المفهرسة ولا يفيها

حقهـا، وهذا ما يجعل فشـل الشركات المستمر في اعتماد هذه الخيـارات أكثر إثارة للعجب والحيرة. من هنا، ليس من المستغرب أن نرى تجمعات مصالح حملة الأسهم تعبر عن قلقها حيال ممارسة إعادة التسعير، بل تعارضها صراحة في بعض الأحيان[29].

غـير أن هذه الممارسـة يمكن شرحها بسهولة إذا ما نظرنا إليها من منظار سلطة ونفوذ المديريـن. فبالرغم من أن الخيارات المفهرسة قادرة، وبكلفة أقل، على تقديم الجزء الأكبر من الميزات المحتملة لإعادة تسعير الخيارات التقليدية، فإن المديرين يفضلون إعادة تسعير الخيارات التقليدية على نحو واضح على الخيارات المفهرسة. فإجراء إعادة تسعير الخيارات التقليديـة يمنحهم الفرصة مرتين لحصد المكاسـب الخاصة، الأولى عند اعتماد الخيارات التقليدية العائمة، والثانية عند إجراء إعادة التسعير. وحتى الآن كان متاحاً لهم أن يقطفوا ثمار الفرصتين معاً.

تجـدر الإشارة إلى أنه على الرغـم من أن آلية إعادة التسعير النمطية المعروفة قد لاقت معارضة متنامية من طرف حملة الأسهم[30]، إلا أن نمط إعادة التسعير من الباب الخلفي قد بقـي حتى الآن بمنأى عن ممانعتهم، وربما عن ملاحظتهم. لذلك كان باستطاعة الشركات حتى الآن أن تمارس سياسة إعادة التسعير في الظل ودون إثارة الكثير من الاهتمام الخارجي. عندما يحقق المديرون أرباحاً ضخمة من خياراتهم بفضل ارتفاع أسعار أسهم السوق بوجه عـام، يكون مـن السهل تسويغهـا للمراقب الخارجي. ففـي نهاية المطـاف هنالك عقد بين الشركـة ومديريهـا يقدم لهم الحوافز لتحسـين أدائهم، وجميع أطـراف العقد، بمن فيهم حملـة الأسهـم قد حققوا الربح، ولا تخطئ الشركة حينما تلتـزم تطبيق العقود التي وقعتها مع المديرين. أما عندما تتراجع أسعار الأسهم في السوق، فإن تسويغ إعادة تسعير الخيارات من الباب الخلفي يكون عبر الإشارة إلى حاجة الشركة للاحتفاظ بمديريها وتحفيزهم على البقـاء في مواقعهم في هذه الأوقات الصعبة. وبالطبع فإن غياب الشكل النظامي المستهجن لآلية إعادة التسعير يسهل الأمر أكثر.

إن هـذا التفسير المعتمـد على سلطة ونفوذ المديرين يتفق وبعضـ الشواهد الواقعية من ممارسات الشركات اليومية. فقد وجد دونالد تشانس و رامان كومار و ريبيكا تود على سبيل المثال أن ممارسة إعادة التسعير أكثر انتشاراً في الشركات الصغيرة التي يرزح فيها مجلس

الإدارة تحت سيطرة أشخاص من داخل الشركة التي تشهد تضارباً واضحاً في المصالح بين حملة الأسهم من جهة وممثليهم في إدارة الشركة من جهة أخرى[31]. في دراسة أخرى خلص برينر و سوندارام و يرماك إلى أن عملية إعادة التسعير لا تحدث في الواقع رداً على الاهتزازات التي تصيب حقولاً اقتصادية بأكملها، على الرغم من زعم المعنيين بالأمر بأنهم إنما يلجؤون إلى تلك العملية لتفادي معاقبة المديرين على تطورات عامة خارجة عن سيطرتهم.[32] بل إن الواقع يعاكس تلك المزاعم ويظهر أن إعادة التسعير عادة ما ترتبط بأداء سيئ للشركة دون سواها ولأسباب خاصة بها. إذاً فإعادة التسعير هي في الواقع آلية لمكافأة المديرين على أدائهم السيئ. من بين الشواهد الواقعية الأخرى على أن إعادة التسعير هي نتيجة لنفوذ المديرين في مجالس الإدارة دراستان أخريان، واحدة قام بها تشانس و كومار و تود والأخرى أجرتها ماري إلين كارتر و لوان لينتش، أظهرتا بدورهما أن إعادة التسعير ليست مدفوعة بعوامل تتعلق بالسوق عامة أو بالحقل الاقتصادي الذي تعمل فيه الشركة، بل إنها عادة ما تعقب مرحلة أداء سيئ أسبابه خاصة بالشركة دون سواها[33].

دراسة أخرى أجرتها ساندرا كالاغان و جاين سالي و تشاندرا سوبرامانيان أظهرت أن إعادة التسعير تحدث باحتمال أكبر بعد الإعلان عن الأخبار الاقتصادية السيئة أو قبيل الإعلان عن الأخبار الجيدة[34]، الأمر الذي يدل على أن المديرين يلجؤون إلى التحكم بتوقيت أحد الأمرين إما إصدار الأخبار الاقتصادية عن الشركة وإما عملية إعادة التسعير أو (الاثنين معاً) على نحو يضمنون عبره أن تجري إعادة التسعير عندما يكون سعر سهم الشركة في أخفض مستوى له -ما يسمح للمديرين بعد ذلك بجني أكبر قدر من الأرباح بعد ذلك. إن هذه النتيجة تشبه إلى حد كبير النتيجة التي توصلنا إليها سابقاً في نقاشنا حول الخيارات العائمة- وذلك بأن المديرين يوقتون تاريخ إصدار المعلومات حول وضع الشركة الاقتصادي أو تاريخ منح خيارات الأسهم على نحو يسمح لهم بالحصول على خيارات مقبولة ظاهرياً، أي من نوع الخيارات العائمة، ولكن بسعر استخدام أقل من القيمة الحقيقية للسهم في السوق.

من اللافت أيضاً أن تشانس و كومار و تود قد وجدوا أن نصف الخيارات التي جرت عليها عملية إعادة التسعير في دراستهم، كانت ستغدو مع تطور الأحداث خيارات رابحة (أي من

نوع خيارات السعر المنخفض) حتى لو لم تجر إعادة تسعيرها. إن هذه النتيجة إنما تدل على أن جـزءاً كبيراً من عمليـات إعادة التسعير ليست في الواقـع ضرورية للاحتفاظ بالمديرين أو لتحفيزهم. إضافة إلى ذلك لم يجد القائمون على تلك الدراسة أي إثباتات على أن خفض سعـر استخدام خيارات أسهـم المديرين يؤدي فعلاً إلى ارتفاع سعر سهم الشركة في السوق لاحقاً. فضلاً عن ذلك خلص تيموثي بولوك و هارولد فيشر و جيمس ويد في دراسات أخرى إلى أن وجود المؤسسات الاستثمارية رقيبة على سياسة الشركة الاقتصادية يقلل من احتمال إعـادة تسعـير الخيارات[35]. أما برنـر و سوندارام و يرماك فتوصلـوا إلى نتيجة مفادها أن وجـود أعضاء غـير مستقلين من مجلس إدارة الشركة في لجنة إقـرار التعويضات يزيد من احتمال اللجوء إلى عملية إعادة التسعير.

إعادة شحن الخيارات

تلجأ شركات عدة إلى منح مديريها خيارات جديدة وعلى نحو تلقائي بمجرد أن يستخدم أولئك المديرون خياراتهم القديمة. إن هذه الممارسة التي يطلق عليها تعبير «إعادة الشحن» تمثـل حيلة أخرى إضافيـة على نظام الخيارات التقليدية يتم اللجـوء إليها من أجل تعظيم قدرة المديرين على جني الأرباح الضخمة حتى عندما لا يكون أداؤهم جيداً.

تتـم ممارسة إعادة الشحن في شكلها الأساسي كما يلـي: يبادر حامل الخيارات القابلة للشحـن إلى استخدام خياراته قبل تاريخ نهاية صلاحيتها ويدفع ثمن استخدامها من قيمة الأسهـم التـي في حوزتـه. وبالمقابـل لا يحصل المدير فقط علـى أسهمه التي آلـت إليه عبر استخدامـه لخياراته القديمة، بل إنـه يحصل على خيارات جديدة بعدد الأسهم التي باعها ليستخدم خياراته. تحتفـظ الخيارات الجديدة التي نتجت عن إعادة الشحن بتاريخ انتهاء الصلاحيـة ذاته الذي كانـت ستنتهي فيه صلاحية الخيارات القديمـة لكن سعر استخدام الخيارات الجديدة يتحدد بسعر السهم في السوق بتاريخ إعادة الشحن.

لنأخذ على سبيل المثال مديراً عاماً يملك 10 خيارات قابلة لإعادة الشحن بسعر استخدام قدره 20$. فإذا كان سعر السهم الواحد في السوق بتاريخ الاستخدام يساوي 40 $، فإن عليه أن يتنازل عن خمسة من أسهمه لكي يستخدم خياراته العشرة. وبذلك يكون قد حصل على

10 أسهم ناتجة عن استخدامه لخياراته إضافة إلى خمسة خيارات جديدة بسعر استخدام يساوي40$ [36]. عادة ما تسمح الخيارات القابلة لإعادة الشحن بإعادة الشحن المتكررة – أي إن الخيارات الجديدة التي يحصل عليها المديرون عندما يستخدمون خياراتهم القديمة تكون بدورها قابلة للشحن كما سابقاتها.

إن الخيارات القابلة للشحن تفوق الخيارات التقليدية قيمة بالنسبة للمديرين. فعندما يستخدم المدير خيارات الجيل الأول بعد حدوث رزة (ارتفاع مفاجئ) في سعر السهم في السوق، فإنه يكون قد استفاد من الربح الناتج عن ارتفاع سعر السهم الذي من المفترض أن ينخفض بعد ذلك، وحافظ في الوقت ذاته على فرصة الاستفادة من أي ارتفاع آخر محتمل في الأسعار عبر خياراته الجديدة التي كسبها[37]. وبالفعل فإن أفضل ما يقوم به حامل الخيارات القابلة للشحن المتكرر هو أن يستخدم خياراته تلك كلما تجاوز سعر السهم أعلى سعر حققه سابقاً منذ تاريخ المنح الأصلي.

خيارات الأسهم القابلة للشحن تمكن المديرين إذاً من تحقيق الأرباح في مدد تذبذب الأسعار في السوق، وذلك عبر السماح لهم باستغلال فرصة الارتفاع المؤقت للأسعار وحصد المكاسب حتى عندما تكون تلك الأسعار مستقرة إلى حد ما على المدى البعيد. إن الربح الذي يمكن تحقيقه عبر خاصة إعادة شحن الخيارات إنما يتحدد بمدى تذبذب أسعار أسهم الشركة في السوق بالإضافة إلى عوامل أخرى. وبالنظر إلى مدير واحد في شركة واحدة على سبيل المثال، أجرى كل من جين سالي و راي جاغاناثان و ستيفن هادارت بعض التقديرات وتوصلوا إلى أن الشكل الأساسي لميزة إعادة الشحن يرفع قيمة الخيارات التقليدية بنسبة 15 بالمئة تقريباً من قيمتها[38]. إضافة إلى ذلك يلجأ عدد كبير من الشركات التي تعتمد برامج إعادة شحن خيارات مديريها إلى منح المديرين خيارات إضافية لتعويضهم عن الأسهم التي عليهم بيعها لدفع ما يترتب عليهم من ضرائب من جرّاء عملية استخدام الخيارات[39]. وقد قدر الباحثون سالي و جاغاناثان و هادارت الزيادة الإضافية على قيمة الخيارات التقليدية الناتجة عن ميزة منح هذه الخيارات الإضافية بما نسبته 9 بالمئة وسطياً من قيمة تلك الخيارات[40].

من الصعب شرح ممارسة إعادة شحن الخيارات في إطار عملية التفاوض الموضوعي والمهني على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة. إن هذه الممارسة تزيد بوضوح احتمال استفادة المديرين من الرزات المؤقتة والعابرة التي تصيب أسعار الأسهم في السوق. فإعادة الشحن تكافئ المديرين إذاً على التذبذبات التي تطرأ على أسعار السوق وتفاقم بذلك من فك الارتباط بين الأجر والأداء. لذلك فليس من المفاجئ أن تعارض مؤسسات الاستثمار اعتماد هذه الممارسة في الشركات التي تستثمر فيها[41].

يقول المدافعون عن إعادة شحن الخيارات إن هذه الميزة تشجع المديرين على استخدام أسهمهم في وقت مبكر قبل انتهاء مدة صلاحيتها لامتلاك حصص أكبر في شركاتهم[42]. لكن عندما لا يمنع المديرين من بيع الحصص العائدة إليهم باستخدامهم لخياراتهم فإن ميزة إعادة الشحن لا تكون قد حققت النتيجة المطلوبة (زيادة حصص المديرين في شركاتهم). فعادة ما يترك للمديرين الحرية الكاملة في أن يبيعوا ما يؤول إليهم من حصص نتيجة استخدامهم لخياراتهم، وهم يلجؤون فعلاً إلى بيع الجزء الأكبر منها[43].

وعلى كل حال، إذا كان الهدف زيادة حصص المديرين في شركاتهم، فهناك طرائق أخرى لتحقيق هذا الهدف أقل كلفة وأكثر سهولة وفاعلية من إعادة شحن الخيارات. وكما سنرى في الفصول القادمة، بوسع الشركات ببساطة تقييد الحرية الكبيرة للمديرين في الوقت الراهن التي تسمح لهم بالتصرف بملكية الأسهم الآيلة إليهم من خياراتهم بمجرد استحقاقها. وفي بعض الحالات قد تؤدي ميزة إعادة الشحن في الواقع إلى تقليص حصص المديرين في شركاتهم، وذلك لأنهم يدفعون ثمن خياراتهم القابلة للشحن من الحصص التي كانوا يمتلكونها قبل استخدام خياراتهم، لا من حسابهم النقدي.

مع أنه من الصعب فهم ممارسة إعادة شحن الخيارات في إطار نموذج المساومة على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة، فإن ذلك يغدو سهلاً إذا ما أخذنا نفوذ وسلطة المديرين بعين الاعتبار. فميزة إعادة الشحن ترفع من قيمة الخيارات التقليدية بالنسبة للمديرين، لكنها تنجز ذلك على نحو معقد يصعب إثباته أو التحقق منه أو فضحه. إضافة إلى ذلك، بالرغم من أن إعادة شحن الخيارات ليست ضرورية لزيادة حصص المديرين

في شركاتهم، بل إنها قد تنقصها في بعض الأحيان، إلا أن ذريعة زيادة حصص المديرين لا يمكن دحضها من أساسها وعلى نحو قاطع. وبنتيجة ذلك يمكن للمديرين أن يحققوا أرباحاً كبرى من ذبذبات أسعار الأسهم في السوق بغض النظر عن أدائهم الفعلي، وأن يفعلوا ذلك دون قلق من افتضاح أمرهم ودون خوف من سخط حملة الأسهم.

التحرك باتجاه ملكية الأسهم المقيدة

إن المؤشرات على نفوذ وسلطة المديرين لا تقتصر على ما يمكن استقراؤه من مرفقات خطط الخيارات التقليدية التي تضعها الشركات لمكافأة مديريها، بل إن التغييرات التي تقوم بها الشركات رداً على ما بدأت تتلقاه حديثاً من نقد مرتبط بتلك الخطط تتضمن أيضاً مؤشرات قوية على ذلك النفوذ وتلك السلطة. فتحت ضغط حملة الأسهم بدأ اعتماد الخيارات المرتبطة بالأداء يشهد تصاعداً طفيفاً. غير أن الشركات تبدو متحمسة لاستبدال الخيارات التقليدية بأسهم مقيدة أكثر من تحمسها للانتقال إلى خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة. وهذا لا يفاجئنا حينما ندرك أن اعتماد منح المديرين ملكية أسهم مقيدة من شأنه أن يدفع باتجاه زيادة ثمار المصادفة لا باتجاه تقليصها.

بحسب المراقبين إن استخدام مِنح ملكية الأسهم المقيدة يشهد ارتفاعاً ملحوظاً[44]، يمكن النظر إليه عموماً بصفته ردة فعل على القلق المتزايد الذي يبديه حملة الأسهم حيال الخيارات التقليدية. وهكذا عنونت صحيفة وول ستريت جورنال مقالة لها بالعبارة «مع فساد سمعة خيارات الأسهم لجأت الشركات إلى منح ملكية الأسهم المقيدة»[45]. لكن، ولسوء الحظ، فإن الشركات التي تستبدل خيارات الأسهم التقليدية بملكية الأسهم المقيدة ينتهي بها الأمر إلى وضع خطط حوافز تستند إلى حقوق الملكية لكنها تحوي في طياتها عناصر تفاقم من حجم ثمار المصادفة الذي كان متوافراً في الخيارات التقليدية.

من المهم هنا أن نتذكر أنه على الرغم من أن ملكية الأسهم المقيدة لا تحمل كلمة «خيارات» في اسمها إلا أنها في الواقع مجرد وجه من وجوه الخيارات. لنفترض أن شركة منحت مديرها خياراً في يوم كان فيه سعر السهم الواحد 100 $. وإذا كان الخيار من نوع الخيارات العائمة، يكون سعر استخدامه يساوي 100 $ أيضاً. فإذا ما استخدم المدير خياره في وقت لاحق، سعر

السهــم فيــه س $، يكون قد حقق ربحاً من خياره مقداره (س – 100) $. بالمقابل فإن ملكية مقيــدة لسهــم يباع في وقت سعر السهم فيه س $، ستدر على صاحبها ربحاً مقداره س$. إذاً فملكية الأسهم المقيدة هي في المحصلة خيارات بسعر استخدام مقداره 0$.

هــل من سبب مقنع يجعلنا نعتقد بأن السعر الأمثل لاستخدام الخيارات يساوي 0 $؟ في الواقــع، حتــى سعر الاستخدام المساوي لسعر السهم بتاريــخ المنح – 100$ في مثالنا السابق – قــد يكــون منخفضــاً إلى حــد مبالغ فيه في كثــير من الأحيــان، وبخاصــة عندما يحصل الاستخـــدام بعــد تاريخ المنح بسنوات عدة. وكما رأينا فإن اعتمــاد سعر السهم بتاريخ المنح سعراً لاستخدام الخيارات الممنوحة للمديرين قد يدر عليهم أرباحاً ضخمة نتيجة لتطورات تطــرأ على مستوى الســوق ككل أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة، حتى لو كان أداء المديرين سيئاً بالمقارنة مع نظرائهم في الفرع الاقتصادي عينه.

لا شــك أن خفضــ سعر الاستخدام من 100$ إلى 0$ سيفاقم مشكلة ثمار المصادفة. إن هذا الخفض سيضاعف ثمــار المصادفة التي يحصدها المدير ذو الأداء السيئ بالمقارنة مع نظرائــه في الفرع الاقتصـــادي عينه حين يرتفع سعر سهم شركتــه في السوق نتيجة لتحسن أسعــار السوق عموماً. بــل إنه سيمكن المدير ذا الأداء السيئ من حصد ثمار المصادفة حتى عندما ينخفض سعر السهم إلى ما دون سعره بتاريخ منح الخيارات[46].

قــد يقول قائل: إن ملكية الأسهم المقيدة قد تكون أفضل من الخيارات التقليدية في حال منع المديرين من التصرف بملكيتهم لتلك الأسهم لمدة طويلة من الزمن؛ إذ إن شرطاً كهذا قــد يقدم للمديرين حوافز إضافية لكي يركزوا اهتمامهم على القيمة طويلة الأمد ويبتعدوا عن الكسب قصير الأمد الذي تشجعهم عليه حريتهم الكبيرة في التصرف بخياراتهم. غير أن هذا المكسب يمكن تحقيقه من دون منح المديرين ذلك الحجم الكبير من ثمار المصادفة التــي تغدقها عليهم خطط ملكية الأسهم المقيدة. فمن الممكن بسهولة كبيرة تزويد أي خطة لخيارات الأسهم بقيود تفرض على حرية المديرين في التصرف بخياراتهم.

من المهم التمييز بين بعدين اثنين للخطط القائمة على ملكية الأسهم: يتمثل البعد الأول بمدة الانتظار – أي المدة الزمنية التي على المدير انتظارها قبل أن يتمكن من تحويل ملكيته

للأسهـم إلى أموال نقدية، وذلك عبر استخدام خياراته ومن ثمّ بيع الحصص العائدة إليه مـن جـرّاء ذلك على سبيل المثال. وكلما طالت مدة الانتظـار، تعززت حوافز المدير للتركيز على قيمة السهم طويلة الأمد. أما البعد الثاني الذي يختلف تماماً عن الأول، فيتمثل في آلية تحديد حصة المدير في خطة ملكية الأسهم. إن ربط حصة المدير بقيمة السهم طويلة الأمد لا يتطلب اعتماد خيارات بسعر استخدام يساوي الصفر – أي اعتماد ملكية الأسهم المقيدة. بـل من الممكـن تحقيق ذلك عن طريـق اعتماد خيـارات الأسهم بسعر استخـدام أكبر من الصفر، شرط أن تجعل منها الخطة المعتمدة «خيارات مقيدة» وتمنع المديرين من التصرف بها مدة طويلة من الزمن حتى بعد استحقاقها.

بعضـ المدافعـين عن ملكية الأسهـم المقيدة يذكرون مـن ميزاتها أيضـاً أنها تستمر في تقديم الحوافز للمديرين في حال انخفضت أسعار الأسهم في السوق. فعندما ينخفض سعر سهـم شركة ما نتيجة لتطورات عامة في السوق أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه، فإن الخيـارات التقليدية قد تغدو عديمة القيمـة، ما يعني معاقبة مديري الشركة على انخفاض لم يكـن ناتجـاً عن سوء أدائهم، الأمـر الذي قد يتركهم دون حوافز كافيـة للعمل على خلق القيمـة. علـى العكس من ذلك، مهمـا كان انخفاض سعر السهم الاسمي حـاداً، فإن ملكية الأسهم المقيدة تستمر في تقديم بعض القيمة والحوافز للمديرين لكي يتابعوا الطريق.

غـير أن ثمن ميـزة صلابة ملكية الأسهم المقيدة وقدرتها علـى الثبات في وجه انخفاض أسعـار السوق باهـظ جداً. لنعد إلى مثالنا السابق حيـث كان السعر الراهن لسهم الشركة الاسمـي في السـوق 100$، ولنفترض أن احتمـال انخفاض سعر سهـم الشركة وبقائه دون سعـر تاريـخ المنح لمدة محدودة لا يتعدى 20 بالمئة. إن خفض سعر الاستخدام من 100$ إلى 0$ –أي التحـول من صيغة الخيارات التقليدية إلى صيغـة ملكية الأسهم المقيدة– سيضمن أن يحافـظ تعويض الملكيـة الممنوح للمدير على بعض قيمته ويقـدم له الحوافز حتى عندما ينخفض سعر سهم الشركة إلى ما دون 100$. لكن الشركة تدفع ثمناً باهظاً لتلك الحوافز يسـاوي 100$ إضافيـة عن كل خيار في حال لم ينخفض سعر السهم الواحد عن 100$ أثناء المدة المحددة (وهو احتمال أكبر بأربع مرات من احتمال انخفاضه فعلاً).

هنــاك طرائق أخرى لمعالجة مشكلة هشاشة الخيــارات التقليدية، طرائق لا تتطلب دفع هــذا الثمــن الباهظ. غير أن الشركات لم تبادر إلى اعتمــاد أي طريقة منها. ولإظهار مدى الهــدر الذي يسببه اعتماد نظام ملكية الأسهم المقيدة، نقارن بين ملكية مقيدة لسهم واحد مــن جهــة وخيار واحــد مفهرس قياســاً إلى أداء مجموعة الشــركات الأســوأ أداءً في الفرع الاقتصــادي الــذي تنتمي إليه الشركة التــي تشكل 5 بالمئة من مجموع شــركات ذلك الفرع مــن جهة أخــرى. إن هذا الخيار سيحافظ على قيمة لا تســاوي الصفر وسيستمر في تقديم الحوافــز للمدير ما دام أداء الشركة أفضل من عتبــة أداء متدنية جداً، لكنه سيمنح المدير بالتأكيد حجماً لثمار المصادفة أقل مما تمنحه له ملكية السهم المقيدة.

نخلص إلى أن الرغبة الكبيرة لدى مجالس الإدارة في الانتقال إلى ملكية الأسهم المقيدة التــي تتعارضــ بشدة مع ممانعتهــم لاعتماد بعض الأنمــاط الجديدة الأخــرى للتعويضات القائمــة على حقوق الملكية، لا يجب النظر إليها بصفتهــا مؤشراً على تراجع نفوذ المديرين في مجالس الإدارة. إن أي ترتيبات تخلق قيوداً فاعلة تحد من قدرة المديرين على التصرف بملكيتهم أو خياراتهم يمكن النظر إليه على أنه تطور إيجابي يصب في صالح حملة الأسهم. لكن، حتى عندما يجبر المديرون على الانتظار مدة طويلة من الزمن قبل التصرف بملكيتهم المقيــدة للأسهم، مدة أطول من المدة التي عليهم انتظارها قبل بيع خياراتهم، فإن الانتقال إلى ملكيــة الأسهم المقيــدة لا يضعف (بل يعزز) قدرة المديرين علــى استحصال تعويضات تستند إلى حقوق الملكية وتمنحهم أجراً كبيراً غير مرتبط بأدائهم.

14 حرية التصرف بحوافز الملكية

مقابل كل 1000 من الخيارات الجديدة المقدمة له يبيع المدير 684 سهماً من أسهم رأس مال الشركة.

من دراسة تجريبية حول التعويضات على أساس حقوق الملكية، قام بها إيلي أوفك و ديفيد يرماك في العام 1997.

نناقش في هذا الفصل عاملاً رئيساً آخر من عوامل فشل نظام التعويضات القائمة على أساس الملكية في خلق الحوافز المجدية. حتى مرحلة متأخرة جداً لم تتخذ الشركات من تدابير الحيلولة دون التصرف بالحوافز الممنوحة للمديرين على شكل رزم الخيارات أو الأسهم المقيدة ولا من تدابير تنظيم التصرف بتلك الحوافز، إلا قدراً قليلاً يثير الدهشة والاستغراب في تواضعه. وهكذا فقد كان المديرون يتمتعون بحرية واسعة في التداول بما قدمته لهم شركاتهم من خيارات وأسهم. لكن بيع تلك الأصول من شأنه أن يضعف حوافز المديرين أو أن يجبر الشركة على تقديم المزيد من الخيارات أو الأسهم بغية ترميم ثغرات الحوافز. وبالنتيجة فإن حملة الأسهم يجدون أنفسهم أمام خيارين أحلاهما مرٌّ: إما أن يقبلوا بمستوى ضعيف من الحوافز لقاء ما يقدمونه من تعويضات، أو أن يقدموا مزيداً من التعويضات للحفاظ على المستوى المطلوب من الحوافز. وفضلاً عن ذلك فإن حرية التداول بالخيارات والأسهم قد خلقت لدى المديرين أيضاً حوافز شاذة للسعي إلى تحقيق ارتفاعات عابرة قصيرة الأمد في أسعار أسهم شركاتهم.

مزايا تقييد البيع المبكر

تمنح الخيارات والأسهم المقيدة إلى المديرين بغية تحفيزهم للعمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم. ولما كان المديرون يميلون عموماً إلى تجنب المخاطرة فإنهم سيفضلون بطبيعة

الحـال الحصول على القيمة التقديرية المكافئة لتلك الحوافز نقداً. وليس غريباً أن يفضلوا القيمـة النقديـة مضمونة الدفـع، وإن كانت أصغر، علـى عائدات حوافـز الملكية المحفوفة بشـيء من المخاطرة ولـو كانت القيمة المتوقعة لتلك العوائد أكبر. ولهذا السبب فإنهم غالباً مـا يسعـون إلى تحويل قيمة حوافزهم مـن الخيارات والأسهم المقيـدة إلى قيمة نقدية فور استحقاقهـا. غـير أن ذلـك من شأنه أن يفرغ تلـك الحوافز من مضمونهـا ويحرم الشركة مـن المكاسب التـي ترجوها منها. والتعاقد المجدي يقتضي والحالـة هذه العمل على تحقيق التـوازن بين الحفاظ على تلـك الحوافز من جهة وإرضاء احتياجات المديرين المشروعة إلى السيولة النقدية والمرونة في توظيف أموالهم من جهة أخرى.

إن مبـدأ تقييد حرية المديرين فيما يخص بيع الخيارات المستحقة يمثل مسألة منفصلة كليـاً عن مبـدأ تحديد مهل الاستحقاق بحد ذاتها. إن الهدف مـن مهلة الاستحقاق هو منع المديـر الذي تلقى لتوه حوافز علـى أساس خيارات الأسهم من الجنـوح إلى فكرة المسارعة إلى التنحـي وترك مسؤوليات العمل وراء ظهره ظافـراً بتلك الخيارات (أو بما تتضمنه من الأسهم). حال استحقاق حوافز الملكية المقدمة للمدير يكون هذا الأخير قد «جنى» ما تحمله تلك الحوافز من مكاسب، فالخيارات والأسهم المستحقة تمثل ملكية خاصة لا يستطيع أحد أن ينتزعها من بين يدي صاحبها.

لكـن حقيقـة أن الخيارات الممنوحة للمدير، حال استحقاقهـا، لا يمكن انتزاعها منه، لا تعني بالضرورة إعطاء المدير الحق في استخدام تلك الخيارات ومن ثمّ بيع الأسهم المكتسبة مباشرة بمجرد انقضاء مهلة الاستحقاق. وعلى الأقل في بعض الحالات قد يكون من المناسب أن تأخذ التعويضات المقدمة للمدير شكل خيارات مقيدة لا يمكنه الإفادة منها قبل انقضاء مـدة محدودة من الزمن حتى بعد انتقال ملكيتها إليه. وعلى سبيل المثال يمكن تحديد مهلة استحقـاق الخيارات بثلاث سنـوات وتقييد حق الإفادة منها بانقضاء ثلاث سنوات إضافية بعد استحقاقها. إذا ما واصل المدير العمل لصالح الشركة بعد انقضاء مهلة الاستحقاق فإن الخيـارات المقدمة لـه (أو الأسهم ذات الصلة في حالة استخـدام تلك الخيارات) ستجسد فعلاً حوافز مجدية تعد بمزيد من الأداء خلال تلك المدة.

لنقارن هذه الحالة القائمة على اتفاق يقضي بتقييد حرية التصرف بالخيارات مع الحالة المعاكسة التي تتيح للمدير حرية استخدام خياراته وبيع ما يتصل بها من أسهم مباشرة حال انتقال ملكيتها إليه. ولنفرض أن المدير قد بادر بالفعل إلى استخدام خياراته وبيع الأسهم ذات الصلة في أقرب فرصة. في هذه الحالة سوف يكون على حملة الأسهم إما (1) أن يقدموا للمدير خيارات جديدة –ويتحملوا ما يتبع ذلك من كلفة إضافية– بغية الحفاظ على القدر ذاته من الحوافز، أو (2) أن يتحملوا الخسائر المالية التي ستترتب على تراجع مستوى حافز الأداء عند المدير إذا ما قورن بحالة تقييد حرية التصرف بالخيارات.

وبالإضافة إلى الزيادة الحقيقية في حجم حوافز الملكية لدى المديرين، التي لا تنحصر في لحظة دون الأخرى، فإن الترتيبات التي تمنع بيع الأسهم قبل انقضاء مدة من الزمن على انتقال ملكية الخيارات والأسهم المقيدة تقدم لحملة الأسهم ميزة مهمة أخرى بالمقارنة مع حالة إطلاق حرية التصرف. إن المديرين الذين يملكون خيارات وأسهم غير قابلة للمقايضة بقيمة نقدية قبل انقضاء مدة محددة من الزمن مرشحون لتوجيه اهتمامهم بالدرجة الأولى نحو السعي إلى تحسين قيمة رأس المال المسهم على المدى البعيد. وحيث إن أداء المدير لا ينعكس بصورة فعلية على قيمة رأس مال الشركة إلا مع مرور الزمن، فإن تدابير تقييد حرية التصرف بالخيارات والأسهم تضمن تزويد المديرين بحوافز من نوع أفضل. وخلافاً لذلك فإن المدير الذي يتمتع بحرية بيع الخيارات والأسهم حال انتقال ملكيتها إليه سيكون بمقدوره أن يحقق لنفسه مكاسب سريعة عبر ارتفاع مفاجئ قصير الأجل في سعر أسهم الشركة حتى ولو كان أداء الشركة على المدى البعيد دون المستوى المطلوب. وكما سوف نوضح في فقرة لاحقة فإن مكافأة المديرين على الارتفاعات قصيرة الأجل في سعر الأسهم، التي لا تعكس ارتفاعاً حقيقياً طويل الأجل في القيمة، قد تحدو بهم إلى اتخاذ خطوات من شأنها أن تقود إلى تراجع قيمة رأس مال الشركة وإلحاق الضرر بالمسهمين[1].

مما لا شك فيه أن تقييد قدرة المديرين على تحويل الخيارات والأسهم المنقولة إلى قيمة نقدية لا يخلو من الآثار السلبية. فهذا التقييد من شأنه أن يفرض على المديرين تكاليف إضافية لتأمين السيولة اللازمة لتغطية احتياجاتهم الحياتية والاستثمارية. لذلك فإن على مجالس الإدارة أن تعنى لدى العمل على إعداد وصياغة شروط التقييد بإحقاق نوع من

الموازنة بين تلك الأعباء المالية من جهة والمكاسب المرجوة من تقييد حرية التصرف والمتمثلة في رفع مستوى الحوافز من جهة أخرى. وانطلاقاً من احتياجات المدير، من حيث السيولة والمرونة في توظيف الأموال، يمكن للمجلس أن يحدد نسبة الخيارات والأسهم التي ينبغي إبقاؤها مقيدة بعد استحقاقها، ومدة ذلك التقييد، وأن يفاضل أيضاً بين إعطاء المدير حق التصرف بكامل الخيارات والأسهم دفعة واحدة حال استحقاقها أو السماح له بالتصرف بتلك الخيارات والأسهم المستحقة على نحو تدريجي فقط. وعلى الغالب فإن الوسائط المحددة لصيغة الاتفاق حول تقييد حرية التصرف سوف تختلف من شركة إلى أخرى ومن مدير إلى آخر تبعاً لعوامل كثيرة نذكر منها على سبيل المثال المدة المتوقع أن يقضيها المدير في خدمة الشركة وطبيعة احتياجاته الاستهلاكية أو الاستثمارية الخاصة. لكن من المؤكد في جميع الأحوال أن التعاقد الذي ينص على إعطاء المدير الحرية المطلقة في التصرف بخياراته وأسهمه فور استحقاقها لا يمثل صيغة التعاقد المجدية التي يمكن تعميمها على مختلف الشركات وجميع المديرين.

حرية المديرين الواسعة في التصرف المبكر بالخيارات والأسهم

حتى مدة حديثة العهد لم تعمد الشركات، إلا ما ندر، إلى اتخاذ محاولات جدية لمنع المديرين من التصرف بالخيارات والأسهم المقيدة الممنوحة لهم مباشرة فور استحقاقها. لذلك فقد كان من الطبيعي أن يعمد الكثير من المديرين إلى التصرف بالخيارات وبيع ما يتصل بها من أسهم قبل دنو أجلها بوقت طويل[2].

أظهرت دراسة عنيت بالخيارات طويلة الأجل الممتدة على عشر سنوات والممنوحة للمديرين في 40 من الشركات الكبيرة أن تلك الخيارات قد تم استخدامها وسطياً بعد مرور 5.8 سنة[3]. وحال استخدامهم لتلك الخيارات يبيع المديرين أكثر من 90% من الأسهم التي آلت إليهم[4]. وحتى قبل أن يتسنى لهم بيع الخيارات والأسهم المستحقة يعمد المديرون غالباً إلى حماية تلك الخيارات والأسهم عبر زجها كلياً أو جزئياً في معاملات تجارية من النوع الذي لا يخلق بصورة مباشرة دخلاً مكلفاً ضريبياً، وكثيراً ما تكون المعاملات غير مسجلة لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي[5]. وعلى سبيل المثال يلجأ المديرون في أغلب

الأحيــان إلى اعتمــاد التشابكات والمقايضــات حفاظاً على فرصتهــم في الكسب المحتمل في حالة ارتفاع قيمة رأس المال[6]. وبالطبع فإن مثل تلك المعاملات من شأنها أن تضعف الرابط الفعلــي بين مكاسب المدير وقيمــة رأس المال المسهم مثبطة بذلك حوافــز المدير للسعي إلى تحسين تلك القيمة.

وبالإضافة إلى إعطاء المديرين حرية واسعة في التصرف بالخيارات والأسهم المستحقة، فقــد فشلــت الشركات أيضاً في الحد من استخدام الوسائــل والآليات المالية التي من شأنها إضعاف الأثر المحفز للخيارات والأسهم التي لم يحن موعد استحقاقها بعد، أو حتى القضاء كليــاً على ذلك الأثر. لقــد كان مسموحاً للمديرين بصورة عامــة أن يحصنوا نصيبهم من حقــوق الملكية عبر التشابكات والمقايضــات حتى قبل انتقال ملكية تلك الحقوق.[7] والواقع أن مجالس الإدارة لم تكن تفكر في اشتراط أي قيود على أساليب التحصين تلك في مفاوضاتها مع المديرين[8]. إن من يمعن النظر في نظام ضريبة الدخل الفيدرالي الحالي يقع على العديد مــن الجوانــب التي يمكــن أن توظف علــى نحو فاعل للحــد من جاذبية تحصــين الخيارات وكذلك أيضاً (ولو بدرجة أقل) الأسهم المقيدة عبر وسائل وآليات السوق الثانوية[9]. غير أن تعديــلات طفيفــة في الأحكام الضريبية كفيلة بالقضاء على إغــراءات تلك التدابير المثبطة لحوافز الملكية. وفي جميع الأحوال يمكن الجزم بأن غياب الشروط الكفيلة بوضع حد لحرية المديريــن في التصــرف بحوافز الملكية المقدمــة لهم لم يكن مسوغاً علــى الإطلاق في تعاقد قائم على مطال الذراع.

إذا كان المديــر يملــك أصلاً خيارات وأسهماً فقد يكون من المجــدي أن تقدم له الشركة مزيــداً من الخيــارات والأسهم بغية تقوية الرابط بين مصالحــه الشخصية ومصالح حملة الأسهــم. لكن الغريب أن الشــركات عند تقديم تلك الخيارات والأسهــم الإضافية نادراً ما تلتفــت إلى ضرورة منع المدير مــن إبطال مفعول تلك الحوافز عبر بيــع رصيده السابق من الأسهم. والنتيجة نجد أن المديرين، عند حصولهم على خيارات جديدة، غالباً ما يسارعون إلى بيع الأسهم التي كانت أصلاً في جعبتهم. وقد كشفت دراسة قام بها إيلي أوفك و ديفيد يرماك أن المديرين يبيعون وسطياً ما يقارب 680 من الأسهم التي يملكونها أصلاً مقابل كل 1,000 مــن الخيارات الجديدة المقدمة لهم، ونحو 940 سهمــاً مقابل كل 1,000 من الأسهم

المقيدة الجديدة التي تقدمها لهم شركاتهم[10]. وعمليات البيع هذه تبطل إلى حد بعيد الأثر الإيجابي الذي تأمله الشركة من تقديم حوافز الملكية لمديريها.

عمدت بعض الشركات إلى اعتماد «برامج أهداف الملكية» التي تشجع المديرين على اقتناء قدر معين من الأسهم أو تطلب منهم ذلك – وعادة ما تحدد قيمة تلك الأسهم على أساس الراتب الذي يتقاضاه المدير[11]. لكن أهداف الملكية التي اعتمدتها تلك البرامج غالباً ما كانت تميل إلى التواضع. في دراسة تناولت 195 من الشركات، التي اعتمدت برامج أهداف الملكية وجد جون كور و ديفيد لاركر أن 138 فقط من تلك الشركات قد أبدت الدرجة الكافية من الشفافية لإشهار أهداف الملكية التي حددتها لمديريها. في تلك الشريحة من الشركات بلغ وسطي الحد الأدنى للملكية المطلوبة من المدير أربعة أضعاف راتبه الأساسي. وعلى الرغم من أن ذلك الهدف قد يعطي الانطباع بأنه يمثل قدراً لا بأس به من الأسهم وجزءاً مهمّاً من إجمالي تعويضات المدير، فإن الأمر ليس كذلك البتة. إن الراتب الأساسي للمدير غالباً ما يبدو هزيلاً ضحلاً إذا ما قورن بالعناصر الأخرى المتضمنة في رزمة التعويضات كالمكافآت والتعويضات القائمة على أساس الملكية وغيرها. وبالنتيجة فإن هدف الملكية المطلوب تحقيقه بموجب «برنامج أهداف الملكية» كثيراً ما تقل قيمته عن قيمة تعويضات المدير في العام الواحد. وفضلاً عن ذلك فقد تبين أن 23% فقط من إجمالي الشركات التي شملتها الدراسة والبالغ عددها 195 قد فرضت بالفعل شرطاً جزائياً على المدير في حال تقصيره عن تحقيق ذلك الهدف. في كثير من الحالات لم تكن الأهداف المنصوص عليها في برامج أهدافِ الملكية سوى أهدافاً طوعية غير ملزمة.

لإيضاح الضعف العام الذي تعانيه منه برامج أهداف الملكية تلك دعونا نلقي مزيداً من الضوء على حالة واحدة من الشركات التي تظهر وكأنها قد حددت لمديرها العام هدفاً طموحاً من حيث ما يترتب عليه اقتناؤه من أسهم الشركة. تفرض أميريكان إكسبريس على مديريها امتلاك أسهم بقيمة تعادل أضعاف رواتبهم الأساسية وتتراوح بين ثلاثة أضعاف الراتب الأساسي في حالة المديرين ذوي المراتب الأدنى وعشرين ضعفاً في حالة المدير العام للشركة. بلغ الراتب الأساسي للسيد هاري غولب، مدير عام أميريكان إكسبريس الذي تقاعد عام 2000، نحو 1 مليون $ عن كل من الأعوام 1998 و 1999 و 2000[12]. وبذلك فإن

نظام أهداف الملكية الذي تعتمده الشركة قد فرض على السيد غولب امتلاك أسهم بقيمة تقارب 20 مليون $، وهي قيمة تبدو كبيرة حقاً. غير أن الراتب الأساسي الذي تقاضاه السيد غولب عن العام 2000 لم يشكل سوى 4 بالمئة فقط من إجمالي تعويضاته التي بلغت نحو 25 مليون $. والأهم من ذلك أنه قد تلقى أكثر من 130 مليون $ على شكل تعويضات مختلفة أثناء المدة الممتدة من 1993 إلى 2000[13]. وهكذا فإن هدف الملكية الذي كان على السيد غولب تحقيقه في العام 2000، لم يكن يعادل في قيمته سوى 16 بالمئة من إجمالي التعويضات التي حصل عليها بصفته مديراً عاماً للشركة.

وفضلاً عن ذلك فإن أميريكان إكسبريس، شأنها شأن الكثير من الشركات الأخرى. تسمح لمديريها باحتساب جزء من قيمة الخيارات والأسهم المقيدة التي لم تنتقل ملكيتها إليهم بعد في سعيهم إلى بلوغ أهداف الملكية المطلوبة منهم: يحق لمديرين أميريكان إكسبريس احتساب 50 بالمئة من قيمة خياراتهم غير المستحقة، وكذلك أيضاً 50 بالمئة من القيمة الراهنة لأسهمهم المقيدة وفق سعر السوق[14]. ولما كان المديرون بطبيعة الحال لا يملكون حرية بيع الخيارات والأسهم المقيدة غير المستحقة فإن هدف الملكية المطالبين بتحقيقه لا يفرض في نهاية المطاف إلا تقييداً إضافياً طفيفاً على حرياتهم في التصرف بحوافز الملكية المقدمة لهم.

بالنظر إلى ضرورة مراعاة احتياجات المدير الاستهلاكية والاستثمارية قد يكون مسوغاً أن يترك التعاقد المجدي للمدير فسحة من حرية التصرف بجزء من حوافز الملكية قبل انقضاء عهده ومغادرته الشركة. غير أن ذلك لا يغير من حقيقة أن منطق التعاقد على مطال الذراع يشق عليه أن يقدم تفسيراً مقنعاً لما نراه على أرض الواقع من غياب شبه كلي لكل أشكال التقييد فيما يخص حرية التصرف بالخيارات والأسهم المستحقة، وحرية تحصين الخيارات والأسهم المقيدة غير المستحقة، وكذلك أيضاً حرية بيع الرصيد القائم من الخيارات والأسهم عند تلقي رزمة جديدة من حوافز الملكية.

وبالمقابل فإن غياب القيود عن حرية التصرف بحوافز الملكية يسهل تفسيره ضمن إطار سيناريو سلطة المديرين. إن الحرية الواسعة في التصرف بالحوافز عبر البيع المبكر

للخيارات والأسهم من شأنها أن تحقق للمديرين مكاسب مستورة من حيث المرونة في توظيف الأموال؛ والتكاليف التي يتحمّلها حملة الأسهم من جرّاء تراجع مستوى الحوافز نادراً ما تطفو على السطح. وفضلاً عن ذلك فإن تصرف المديرين بحوافزهم يخلق بدوره مسوغاً مقنعاً لتقديم رزمة جديدة من الخيارات والأسهم المقيدة من أجل ترميم ما تهدم من الحوافز. وهذه الحاجة المتجددة إلى تقديم مزيد من الخيارات والأسهم المقيدة، وإن كانت تخلق زيادة كبيرة في حجم الأعباء المالية المترتبة على حملة الأسهم، فهي بالمقابل تخلق زيادة في حجم مكاسب المديرين.

في أعقاب فضائح الشركات التي توالت منذ العام 2001، وعلى ضوء ما نتج عن تلك الفضائح من موجة سخط بين صفوف المسهمين، فإن مجالس إدراة الشركات قد أخذت تتوجه نحو فرض قيود جديدة على حرية المديرين في التصرف بحوافز الملكية[15]. عدد الشركات التي تفرض على مديريها شرط الملكية آخذ اليوم بالتزايد (على الرغم من شرط الملكية هذا لا يمثل بالضرورة شرطاً فاعلاً كما رأينا في مثال أميريكان إكسبريس). بعض مجالس الإدراة يتجه إلى فرض شرط الاحتفاظ بالأسهم – أي أن المجلس يشترط على المدير الاحتفاظ بنسبة معينة من الأسهم التي يحصل عليها بصورة من الشركة سواء بصورة مباشرة أو عبر استخدام الخيارات. إحدى الشركات، شركة سينرجي، ذهبت إلى منع مديرها من بيع الأسهم التي يحصل عليها باستخدام الخيارات المقدمة له (باستثناء حالات خاصة تتعلق بتغطية بعض الأعباء المالية المحددة) قبل انقضاء 90 يوماً على موعد رحيله عن الشركة[16]. ولكن إلى أن بلغ الضغط الخارجي حداً كبيراً دفع بمجالس الإدارة إلى وضع بعض القيود على حرية التصرف بحوافز الملكية، أمضى المديرون ردحاً من الزمن متمتعين بحرية واسعة في التصرف بحوافز الملكية كما يحلو لهم. والواقع أن معظم الشركات لم تفلح إلى اليوم في وضع قيود فاعلة تحد بوضوح من حرية المديرين في التصرف بحوافزهم.

حرية المديرين في اختيار توقيت البيع

إذا ما قبلنا بأن التعاقد المجدي قد يجيز للمديرين بيع قدر معين من الخيارات والأسهم في مرحلة معينة من زمن العقد؛ فإن ذلك لا يعني بالضرورة أن تكون لهم حرية التحكم

بالتوقيت الدقيق لعملية البيع. غير أن عقود تعويضات المديرين غالباً ما تعطي هؤلاء حرية واسعة تسمح لهم باختيار لحظة البيع كما يشاؤون. وعندما تترك للمدير حرية التحكم بتوقيت البيع فإنه سيكون قادراً على تحقيق أرباح إضافية على حساب حملة الأسهم عبر استثمار المعلومات السرية التي تصله من داخل الشركة. وعلى سبيل المثال فإن بمقدور المدير أن يسارع إلى بيع أسهمه إذا ما علم من مصادره الداخلية أن السعر الراهن أعلى من القيمة الحقيقية وأنه مرشح للانخفاض.

بموجب قوانين سوق الأوراق المالية الأمريكية لا يحق للمديرين المتاجرة «بمادة» المعلومات السرية التي يطلعون عليها بحكم مواقعهم في الشركات التي يديرونها. غير أن تلك القوانين لا تمنع المديرين من استخدام ما في جعبتهم من معلومات خاصة بهدف تحقيق مزيد من الأرباح عند تداولهم بأسهم شركاتهم[17]. إن بمقدور المديرين أن يقوموا بتجميع مختلف صنوف المعلومات السرية بعضها إلى بعض. وحتى إذا خلت تلك المعلومات من أي معلومة جزئية تتمتع بأهمية ملموسة تعطيها صفة «المادة» من منظور القانون، فإن معرفة المدير بجميع تلك المعلومات وعلاقتها ببعضها تسمح له بتكوين صورة أكثر شمولية ووضوحاً عن حقيقة الوضع الراهن للشركة.

وبالإضافة إلى ذلك فإن هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي، والمسؤولة عن تطبيق القوانين الناظمة لتداولات طواقم العمل والإدارة بأسهم الشركات التي يعملون لصالحها، لا تملك إلا قدرة محدودة ومتواضعة على تطبيق تلك القوانين. وبذلك فإن تلك الهيئة لا يسعها أن تلاحق إلا الحالات السهلة التي يسهل فيها الوصول إلى الحقيقة — وهي حالات تتضمن في العادة تداولات بقيم لافتة في ضخامتها قام بها مديرون قبل أيام قليلة من الإعلان عن تطورات مهمة لها أثرها على قيمة أسهم الشركة. وبالنتيجة فإن بمقدور الكثيرين من المديرين أن يستثمروا ما لديهم من معلومات سرية دون خوف حقيقي من الملاحقة القانونية. وهذا قد يساعد على تفسير الحقيقة الثابتة التي تشير إلى قدرة المديرين على تحقيق أرباح غير عادية -أي أرباح تفوق بوضوح معدل الأرباح في السوق- في تداولهم بأسهم شركاتهم[18].

إن حجم الأرباح التي يجنيها المديرون في تداولهم بأسهم الشركات التي يديرونها يعكس خطورة ما يملكون من معلومات سرية عن أوضاع شركاتهم، ولا يتعلق البتة بأدائهم في إدارة تلك الشركات. ومن غير المنطقي الاعتقاد بأن إتاحة المجال أمام المديرين لتحقيق مكاسب من هذا النوع قد يمثل واحداً من السبل الفاعلة لمكافأتهم على حسن الأداء. ومن الطبيعي أن التعاقد على مطال الذراع قد يتيح للمدير إمكانية بيع قدر معين من الأسهم في العام لأسباب تتعلق باحتياجاته من حيث السيولة والمرونة الاستثمارية – لكن هذا لا يعني بالضرورة أن تترك للمدير حرية اختيار التوقيت الدقيق لعملية البيع. وبالنهاية فإن معظم الاحتياجات المتعلقة بالسيولة والمرونة الاستثمارية يمكن مراعاتها والتخطيط لها سلفاً في وقت مبكر. إن بالإمكان وضع العديد من القيود المختلفة على توقيت عملية البيع دون الإضرار بقدرة المدير على الإيفاء باحتياجاته المشروعة من حيث السيولة أو المرونة في توظيف أمواله.

أحد السيناريوهات الممكنة يكون باشتراط أن يتم بيع الأسهم على نحو تدريجي على امتداد مدة محددة ووفق خطة زمنية يتم الاتفاق عليها سلفاً. فالمدير عندما يبيع أسهمه ضمن خطة زمنية من هذا النوع لن يكون بوسعه أن يستغل ما يملكه من معلومات سرية عن الشركة بتلك السهولة[19]. وقد أدركت مجالس إدارة الشركات أبعاد ذلك السيناريو وما يحمله بين طياته من مكاسب كامنة لحملة الأسهم – على أن الأمر لم يدم على هذه الحال إلا لبضع سنوات فقط: في العام 2000 تبنت هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي القانون 10b5-1 الذي يقدم للمديرين الذين قد وقعوا عقوداً تتضمن خطة زمنية للبيع ملاذاً آمناً يحميهم من المساءلة القانونية إذا ما أرادوا لاحقاً إلغاء العمل بتلك الخطة بناء على معلومات سرية حصلوا عليها في وقت لاحق من داخل الشركة[20]. ومنذ ذلك الحين راحت الوكالات القانونية تنصح عملاءها من المديرين بأن يوقعوا مع شركاتهم ما بات يعرف باسم خطة 10b5-1 [21]. غير أن عدد الشركات التي فرضت على مديريها بالفعل بيع أسهمهم وفق خطة زمنية متفق عليها سلفاً يكاد يكون معدوماً.

هنالك أيضاً حل بديل كان أحد مؤلفي الكتاب قد اقترحه في عمل سابق، وهو يقضي بأن يشترط على المدير إشهار رغبته في البيع قبل مدة من الزمن[22]. عند الالتزام بمنزلة هذا الشرط فإن إعلان المدير عن رغبته في بيع قدر من الأسهم يتجاوز المألوف في قيمته

سيكـون بمثابة مؤشر قـوي يشير إلى احتمال أن يكون قرار المدير مبنياً على معلومات سرية تشـير إلى إمكانية حدوث تطورات سلبية في الشركة. وهذا من شأنه أن يؤثر سلباً على سعر أسهم الشركة ويضعف بالنتيجة من قدرة المدير على تحقيق المكاسب الإضافية عبر الاتجار بمعلومات سرية عن الشركة.

لم نسمـع إلا بشركة واحدة –شركة إميريتريد– قد فرضـت على مديريها بالفعل شرط الإعـلان قبلاً عن نيـة البيع – والواقع أنها قد اضطـرت إلى تطبيق ذلك لمدة قصيرة فقط وكنتيجـة مباشـرة لحالة سخط شديد سـادت أوساط المسهمـين[23]. في أوائل شهر شباط/ فبرايـر 1999 قام عشرة مـن العاملين في شركة إميريتريد وواحد مـن أقرباء أحد عناصر طاقـم العمـل في الشركة ببيع عشـرات الآلاف من أسهم الشركة لدى وصـول سعر الأسهم إلى ذروتـه وفي اللحظـة الأخيرة قبل تعرضه لهبوط عنيف مفاجئ. في ذلك الحين كان على المديريـن، بموجب الفقرة 16(a) من قانون الأوراق المالية الصادر عام 1934، أن يعلنوا عن تداولاتهـم بأسهم الشركة في العاشر من الشهر الذي يلـي حدوثها. وفي شهر آذار/مارس، عقـب انكشاف أمر صفقة البيـع التي قام بها أشخاص من داخـل طاقم شركة إميريتريد، ثـارت موجة غضب عارمة في أوساط المسهمين. بعد ذلـك ببضعة أيام، وبهدف تهدئة ثورة الغضـب بين صفـوف المسهمين، أعلنت الشركة أنها ستشـترط في المستقبل من جميع أفراد طاقمها الإشهار سلفاً عن أي عملية بيع ينوون القيام بها، وسيكون على المديرين أن يصرحوا سلفاً عن عدد الأسهم التي يخططون لبيعها. وقد أوضح ذلك رئيس مجلس إدارة إميريتريد قائلاً: « أعتقد بأن اعتماد سياسة تضمن (لحملة الأسهم) العلم السابق برغبة أفراد طاقم العمـل في بيع أسهم رأس مال الشركة هـو ببساطة الإجراء السليم الذي علينا أن نقوم به.» لكن ما أن مر بعض الوقت حتى قامت إميريتريد بإلغاء العمل بتلك السياسة بكل هدوء وكأن شيئـاً لم يكـن. وفي الواقع فإننا لم نسمع حتى بحالة واحـدة اضطر فيها بعض أفراد طاقم إميريتريد إلى التصريح سلفاً عن عملية بيع ينوي القيام بها.

مـن المؤكـد أن العديد من الشـركات قد اعتمدت لسنوات عديدة نظـام «نوافذ الاتجار» و«حقـب العماء» بغية تقييد الحقب التي يمكن للمديرين فيها أن يتداولوا بأسهم شركاتهم. فقـد عمـدت شـركات عديـدة إلى حصر مـدد السمـاح للمديريـن بالاتجـار بالأسهم في

الأسبوعين أو الثلاثة أسابيع التي تلي مواعيد تحرير الأرباح الفصلية. لكن معظم الشركات لم تشأ أن تضع مثل تلك القيود إلا بعد أن قام الكونغرس أثناء ثمانينيات القرن الماضي بسنّ قوانين الاتجار الخاصة بطواقم عمل الشركات، التي جعلت الشركات عرضة للمساءلة القانونية في حال عدم اتخاذها التدابير اللازمة لمنع موظفيها من القيام بتداولات غير مشروعة تقوم على استثمار معلومات سرية حصلوا عليها من داخل الشركة[24]. والواقع أن الشركات في محاولتها تقييد مدد السماح لطواقمها بالاتجار بالأسهم إنما كانت تهدف إلى تقليص احتمال تعرضها للمساءلة القانونية من جرّاء خرق قوانين الاتجار الخاصة بطواقم الشركات من قبل بعض موظفيها[25]. وبالنتيجة فإن «نوافذ الاتجار» و «مدد العماء» تلك لم تكن مصممة بالشكل المطلوب الذي يسهم فعلاً في منع المديرين من تحقيق الأرباح غير المشروعة عبر الاتجار بما يقعون عليه من معلومات سرية عن وضع الشركة[26]. والمديرون الذين يخضعون لقيود من هذا النوع لم يخسروا في الواقع شيئاً من قدرتهم على اختيار توقيت البيع المناسب قبيل حالات الهبوط العنيف في سعر الأسهم، الأمر الذي يتيح له فرصة تفادي التعرض لأي خسارات جسمية[27].

وقد قدمت لنا السنوات الأخيرة أمثلة بالغة الوضوح لمديرين تمكنوا من تحقيق أرباح كبيرة عبر استثمار مواقعهم التي تسمح لهم بالوصول إلى معلومات سرية مهمة. في تحقيق تناولت فيه 25 من كبرى الشركات المسهمة العامة الأمريكية التي تعرضت للإفلاس في المدة الممتدة بين كانون ثاني/يناير 2001 و آب/أغسطس 2002، وجدت فاينشل تايمز أن مديري تلك الشركات قد باعوا ما قيمته 3 مليارات $ من أسهم شركاتهم أثناء المدة الممتدة بين العام 1999، والعام 2001، التي شهدت هبوطاً مطرداً في قيمة أسهم الشركات من 210 مليار $ إلى الصفر[28]. وعلى سبيل المثال فإن غاري وينيك، المدير العام لشركة غلوبال كروسينغ، قد باع ما قيمته أكثر من 700 مليون $ من أسهم الشركة في السنة التي سبقت وقوع الشركة في الإفلاس، وذلك أثناء مدة دأبت فيها الشركة، ظاهرياً، على تسجيل نمو متزايد في عائدات البيع[29].

كذلك فإن هنالك أيضاً الكثير من الأمثلة لعمليات بيع ضخمة سبقت حالات هبوط عنيف في قيمة رأس المال في شركات لم تنته بها الحال إلى إشهار الإفلاس. هنالك دراسة نشرتها

مجلة فورشن في أيلول/سبتمبر 2002 سلَّطت الضوء على صفقات الاتجار بأسهم الشركات العامة التي قام بها مديرون تنفيذيون في تلك الشركات وتجاوز حجم التداول في الواحدة منها 400 مليون $ وأعقبها هبوط في قيمة أسهم الشركة المعنية بما لا يقل عن 75 بالمئة[30]. وقد أدرجت الدراسة أسماء تلك الشركات مرتبة تبعاً لقيمة مبيعات المديرين. في الشركات الخمس والعشرين التي تصدرت القائمة باع 466 مديراً ما بلغت قيمته الإجمالية 23 مليار $ من أسهم شركاتهم قبيل انهيار أسعار أسهم تلك الشركات. احتلت كويست كوميونيكيشنس موقع الصدارة؛ إذ باع مديرون عاملون في تلك الشركة أسهماً بقيمة تجاوزت ملياري $ بينما كانت الشركة ماضية في تسويق نجاحاتها المزعومة في تعظيم عائداتها. بعدها بمدة وجيزة سجلت أسهم كويست هبوطاً عنيفاً تجاوز 95 بالمئة. والأمثلة الأخرى لا تقل فداحة عن حالة شركة كويست. بعض من كبار موظفي شركة جي دي إس يونيفيز وكبار المسهمين المسيطرين فيها باعوا ما قاربت قيمته ملياري $، من أسهم شركتهم مع البوادر الأولى لانهيار قيمة أسهم الشركة. عناصر من طاقم شركة إيه أو إل تايم وورنر باعوا ما قيمته 1.5 مليار $ من أسهم الشركة قبيل تعرض سعر تلك الأسهم لهبوط تجاوزت قيمته 80 بالمئة[31].

تبين الدراسات أن الأمثلة السابقة لا تمثل حالات فردية بقدر ما تمثل نموذجاً منهجياً لوضع طويل الأمد قابل للتعميم. كشفت واحدة من الدراسات الحديثة عن أن مديري الشركات العامة الصغيرة غالباً ما يستخدمون خياراتهم ويبيعون ما يتصل بها من أسهم قبيل تراجع سعر تلك الأسهم إلى ما دون سعرها الوسطي في السوق بمدة وجيزة[32]. وبينت دراسة أخرى أن عناصر طواقم الشركات يبيعون عموماً القدر الأكبر من الأسهم قبيل هبوط عائدات شركاتهم[33]. كما خلصت دراسة ثالثة إلى نتيجة تقول بأن أصحاب القرار في طواقم عمل الشركات يعمدون في كثير من الأحوال إلى التلاعب بالعائدات بهدف تأخير ظهور العجز مدة قصيرة يستغلونها لبيع أسهمهم بأسعار مرتفعة[34].

وعلى الرغم من أن حرية المديرين الواسعة في تحقيق مثل تلك الأرباح يصعب تفسيرها من منظور المساومة على مطال الذراع، إلا أنها لا تمثل لغزاً على الإطلاق إذا ما نظرنا

إليهـا من منظور سلطة المديرين. تلك الأرباح التي يجنيها المديرون عبر الاتجار القائم على استثمـار معلومـات سرية عن أوضاع شركاتهم، التي إنما تأتـي في النهاية على حساب حملة الأسهـم العاديين، تمثل دخلاً إضافيـاً للمديرين غالباً ما يظل خافياً عن أعين حملة الأسهم لأن الأعباء المالية المترتبة على ذلك لا تظهر في أي من قوائم المحاسبة أو جداول التعويضات التي تنشرها الشركة بصورة دورية. هذا النوع من الأرباح غالباً ما يتم إخفاؤه تحت مختلف أشكال الأقنعة باستثناء بعض الحالات الخاصة التي أثارت ضجة كبيرة بعد انكشاف مبيعات ضخمة من الأسهم سبقت بقليل انهياراً عنيفاً في قيمة أسهم الشركات المعنية.

بالنظـر إلى مصلحة المديرين في إخفاء هذا النوع من التداولات يتضح أنه ليس بالغريب أن تعمـد شـركات كثيرة إلى الاستفادة من بنـد في قانون الأوراق الماليـة يتيح للشركة حرية تأخير الإعلان عن تداولات طاقمها لمدة تصل إلى عام كامل، وألا تكف الشركات عن استثمار ذلك البند إلا بصدور قانون ساربنس – أوكسلي الذي أغلق عليها هذا المنفذ في العام 2002. قبـل دخـول هذه الإصلاحات القانونية حـيز التنفيذ كانت الفقـرة 16(a) من قانون الأوراق المالية للعام 1934 تفرض على المديرين عموماً إشهار تداولاتهم أمام هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي في العاشر من الشهر الذي يلي حدوث تلك التداولات. في ظل ذلك النظام عمدت شركات كثيرة إلى إفساح المجال، بل وتمهيد الطريق، أمام مديريها للجوء إلى أشكال أخرى من التداولات مكافئة اقتصادياً لعملية البيع لكنها تسمح بالمقابل بالالتفاف على واجب الإشهار اللاحق لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية. ومن أمثلة تلك التداولات استخدام أسهم الشركة بـدلاً عن النقد كوسيلة لتسديد القروض التي تقدمهـا الشركات لمديريها. فبالرغم مـن أن استخدام الأسهم بدلاً عن النقد يكافئ تماماً من الناحية الاقتصادية قيام المديرين ببيـع تلك الأسهم إلى المسهمـين، فإن هذا النوع من التداولات ليسـ مشمولاً بأحكام الفقرة 16(a) ولا يوجـب الإشهار لدى هيئة الأوراق والأسـواق المالية في العاشر من الشهر الذي يلي حدوثـه. وكبديـل عن ذلك يجب علـى الشركات إشهار هـذا النوع من التـداولات أثناء مدة أقصاها اليوم الخامس والأربعين على انتهاء السنة المالية للشركة[35].

تشير الدلائل إلى أن قيام المديرين ببيع الأسهم عكسياً إلى الشركة يعقبه عادة تراجع في قيمة رأس مال الشركة يفوق بوضوح وسطي العائدات السالبة لرأس المال على مدى العام أو

العامين التاليين[36]. وهذا يتفق تماماً مع الفرضية التي تقول: إن المديرين الذين إنما يبيعون بناء على معرفتهم بحدوث تطورات سلبية في الشركة سيسعون بطبيعة الحال إلى إخفاء عملية البيع عبر اللجوء إلى تداولات مستورة من هذا القبيل. كانت شركة تايكو واحدة من الشركات التي سمحت لمديريها باستخدام الأسهم كوسيلة لتسديد القروض بهدف إخفاء بيعهم لأسهم الشركة. قام دينيس كوزلوفسكي، مدير عام شركة تايكو، و مارك سوارتز، مديرها المالي، ببيع ما قيمته 105 مليون $ من الأسهم إلى الشركة ذاتها في أواخر العام 2000 وأثناء العام 2001، قبل أن يفتضح أمر التجاوزات المحاسبية الفادحة التي ارتكبتها الشركة ويهبط سعر أسهم تايكو إلى الحضيض. والجدير بالذكر أن عملية البيع العكسي للأسهم إلى الشركة قد جرت في وقت كانت فيه كوزلوفسكي لا يمل الإعلان عن حرصه على أسهمه التي نادراً ما اضطر إلى التفريط بشيء منها[37].

بنظرة استباقية نجد أن أحكام قانون ساربنس – أوكسلي 2002 الصارمة بشأن إشهار تداولات طواقم الشركات سوف تسعى إلى تقليص قدرة الشركات على إفساح المجال أمام مديريها لتحقيق الأرباح عبر الاتجار بما يقعون عليه من معلومات سرية حول أوضاع شركاتهم. يفرض قانون ساربنس – أوكسلي على المديرين موافاة هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي بتقرير عن أي عملية اتجار بأسهم شركاتهم قبل انقضاء يوم العمل الثاني التالي لتاريخ إتمامهم تلك العملية[38]. كما يقضي القانون بضرورة حفظ هذه التقارير المرسلة إلى إس إي سي في ملفات إلكترونية ووضع نسخة منها على الموقع الإلكتروني للشركة على شبكة الإنترنت في غضون يوم واحد من تاريخ حفظها إلكترونياً[39]. فإذا ما كانت عملية التداول مثيرة للشبهات، بسبب ضخامة قيمتها أو لأي سبب آخر، فإن السوق سوف تخص الشركة تلقائياً بمزيد من التمحيص والتدقيق وسوف تخفض من تقديرها لقيمة أسهم رأس مال تلك الشركة. وهذه الآلية في ضبط سعر أسهم الشركة من شأنها أن تقلص بدورها حجم الأرباح التي يمكن للمديرين أن يحققوها في أي عملية بيع لاحقة. ولكن بالمقابل فإن بمقدور المديرين، إذا ما علموا بتطورات سلبية قد تعصف بالشركة، أن يعملوا على بيع ما يريدون بيعه من الأسهم أثناء يوم واحد أو يومين متعاقبين. عندها فإن التغير الذي سيطرأ على سعر الأسهم في اليوم الثالث، بعد أن يكون السوق قد اطلع على تداولات المدير، سوف

يأتي متأخراً ولن يكون له أي أثر على الأرباح التي جناها المديرون من اتجارهم بمعلومات سرية عن أوضاع الشركة. ومن هنا فإن أحكام الإشهار الصارمة التي ينص عليها قانون ساربنس – أوكسلي لن تضمن تقليص أرباح الاتجار غير المشروع بالمعلومات السرية إلا إذا اقترنت بتقييد حرية المديرين في بيع ما يرغبون بيعه من الأسهم قبل حلول الموعد القانوني لإشهار عملية البيع[40].

بيد أن اهتمامنا الرئيس لا يتركز هنا على تقويم قدرة المديرين على الاستمرار في تحقيق الأرباح عبر الاتجار بمعلوماتهم السرية، وإنما ينصب بالدرجة الأولى على تقويم ترتيبات تعويضات المديرين والحكم فيما إذا كانت تلك الترتيبات تعكس بالفعل منطق التعاقد على مطال الذراع. وبالتركيز على هذا الغرض فإن نقطة الفصل تكمن في أن مجالس إدارة الشركات لم تبذل من تلقاء نفسها أي جهد حقيقي من شأنه أن يسهم في الحد من قدرة المديرين على الاستفادة من اختيار التوقيت المناسب والدقيق لعملية البيع. فمجالس الإدارة لم تفرض على المديرين الالتزام ببيع أسهمهم وفق جدول زمني متفق عليه سلفاً، ولا الالتزام بالإعلان عن عملية البيع المزمعة قبل حدوثها (أو حتى مباشرة بعد إتمامها). والواقع أن العديد من الشركات قد اتخذت تدابير فاعلة من أجل تأخير إشهار تداولات طواقمها أطول وقت ممكن.

دوافع شاذة

ناقشنا فيما تقدم كيف أن حرية المديرين في استخدام الخيارات وبيع الأسهم قد قدمت لهم مكاسب شخصية بينما فشلت في معظم الأحوال في تقوية حوافزهم على العمل لما فيه مصلحة حملة الأسهم. والواقع أن تلك الحرية قد خلقت لدى المديرين أيضاً دوافع شاذة[41].

إن المديرين الذين يتمتعون بحرية التصرف بالخيارات والأسهم معرضون للانسياق وراء دوافع غير قويمة تحدو بهم إلى العمل على تحقيق ارتفاع في سعر أسهم الشركة على المدى القريب وذلك عبر قيادة الشركة في اتجاهات تفضي إلى نجاحات قصيرة الأجل على حساب تراجع قيمة رأس مال الشركة على المدى البعيد. كما إنهم قد يسعون أيضاً إلى ترويج صورة مجمّلة مبالغ فيها لنجاحات الشركة على المدى المنظور وكذلك أيضاً لتطلعات وآمال

الشركة على المدى البعيد. وفضلاً عن ذلك فإنهم قد يستشعرون دوافع لاختيار مشروعات أقل وضوحاً وشفافية أو للحد من شفافية المشروعات القائمة، ذلك أن غياب الشفافية يمكّنهم من تحقيق مزيد من الفائدة في استثمار حريتهم في التصرف سريعاً بما يملكونه من أسهم عندما تحين الفرصة المناسبة. والأعباء المالية التي تلحق بحملة الأسهم من جرّاء تلك السياسات المشوهة قد تتجاوز إلى حد بعيد حجم مختلف المكاسب (النقدية والعينية) التي يمكن أن يحصل عليها المديرون بفضل حريتهم في التصرف بما يملكون من خيارات وأسهم كما يشاؤون.

هنالك اليوم كم متزايد من أعمال البحث التجريبي التي تدعم وجهة النظر التي تقول إن إعطاء المديرين حرية واسعة في التصرف بالخيارات والأسهم قد خلق لديهم دوافع غير مرغوب بها لا تصب في مصلحة الشركة. تشير نتائج العديد من الدراسات إلى أن المديرين الذين ترتبط تعويضاتهم بأسعار الأسهم ارتباطاً أكثر صراحة هم الأكثر ميلاً إلى التلاعب ببيانات الأرباح[42]. كذلك فإن الدلائل التجريبية تشير أيضاً إلى أن المديرين كثيراً ما يتورطون في أعمال الغش وتزوير الأرباح بهدف بيع ما يملكون من أسهم بسعر أعلى.

وجد ميسود بينيش أن مديري الشركات التي سجلت فيها حالات مبالغة في تقدير الأرباح قد باعوا أسهمهم بأسعار مرتفعة قبل أن تنكشف الأخطاء المرتكبة في حسابات الأرباح ويصار إلى تصحيحها[43]. كذلك فقد وجد سكوت سامرس و جون سويني أن الشركات التي ارتكبت فيها أخطاء متعمدة في حسابات العوائد بدافع الغش تشترك جميعها بارتفاع لافت في معدل المبيعات التي قام بها طواقمها - مقاساً بعدد التداولات، أو عدد الأسهم المبيعة، أو القيمة النقدية للأسهم المبيعة[44]. شين جونسن و هارلي ريان و يسونغ تيان وجدوا أن مديري الشركات التي ارتكبت أعمال غش وتزوير قد استخدموا وسطياً نسباً من خياراتهم المستحقة تفوق بوضوح النسبة الوسطية للخيارات المستخدمة من قبل المديرين الآخرين[45]. هذا النسيج من الدلائل يبين بوضوح أن المشكلة الحقيقية التي تنتج تلك الدوافع الشاذة نحو ارتكاب أعمال الغش والتزوير لا تكمن في مسألة امتلاك المديرين للخيارات والأسهم بحد ذاتها، وإنما في إعطائهم حرية واسعة للتصرف سريعاً ودون سابق إنذار بتلك الخيارات والأسهم.

وأخيراً فإن هناك دلائل على أن حرية المديرين في التصرف بما يملكون من أسهم قد أفرزت لديهم الحافز على اتباع سياسات مالية من شأنها أن تخفض من قيمة رأس المال المسهم وتضر بمصلحة المسهمين. ميرل إريكسون و ميشيل هانلون و إدوارد ميديو قاموا بإجراء دراسة حول الشركات التي اضطرت إلى تدقيق وتصحيح بياناتها المالية على ضوء ملاحظات هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي حول وجود حالات غش في الحسابات وذلك أثناء المدة من 1996 إلى 2002. وقد وجد هؤلاء أن تلك الشركات قد دفعت مجتمعة ضرائب إضافية تفوق بمقدار 320 مليون $ حجم التزاماتهم الضريبية الحقيقية – فقط لأن مديري تلك الشركات قد تعمدوا تضخيم العوائد بقيمة إجمالية بلغت 3.36 مليار $، الأمر الذي أتاح لهم فرصة بيع مخزونهم من الأسهم بأسعار أكثر ارتفاعاً[46].

مستقبلاً سوف يسهم قانون ساربنس – أوكسلي على نحو فاعل في تقليص حجم حوافز المديرين نحو تحقيق زيادات قصيرة الأجل في أسعار أسهم شركاتهم. فضلاً عن دوره في زيادة صعوبة التلاعب في التقارير والبيانات المالية، يعمل هذا القانون أيضاً على الحد من قدرة المديرين على تحقيق أرباح حقيقية عبر محاولات التلاعب تلك. بموجب قانون ساربنس– أوكسلي يجب على المدير العام وكذلك أيضاً على المدير المالي للشركة التي يطلب منها تصحيح بياناتها المالية ضمن ظروف معينة أن يعيدا إلى حساب الشركة جميع ما قد حصلا عليه أثناء الاثني عشر شهراً التالية لتاريخ التوثيق الإلكتروني للبيان المالي المغلوط من مكافآت أو حوافز أخرى أو تعويضات على أساس حقوق الملكية، وكذلك أيضاً جميع الأرباح التي قد جناها واحدهما من بيع الأسهم أثناء تلك المدة[47]. غير أن ما يثير الانتباه هنا هو أن مجالس إدارة الشركات لم يسبق أن حاولت فرض شروط كهذه من تلقاء نفسها. وبديهي أن يعتقد المرء بأن التعاقد على مطال الذراع يقضي بألا يترك مجالس الإدارة للمدير الفرصة لتحقيق أي مكاسب من ارتفاع قصير الأجل في سعر الأسهم ولا سيما إذا ما تبين أن ذلك الارتفاع قد نتج عن بيانات مالية مغلوطة.

الجزء

الرابع

نظرة

إلى الأمام

15 تطوير تعويضات المديرين

إحدى كبرى مشكلات البلاد اليوم، التي مازالت حتى الآن دون حل، هي مسألة تعويضات المديرين وآلية تحديد تلك التعويضات.

رئيس إس إي سي، وليام دونالدسون، 2003

الترتيبات الحالية لتعويضات المديرين تشذ بوضوح، كما رأينا فيما تقدم، عما يقتضيه التعاقد على مطال الذراع. دعونا الآن ننتقل إلى البحث في آثار وانعكاسات ما أوردناه من تحليل على صعيد الدراسة، والتطبيق العملي، والتحكم الفاعل، فيما يتعلق بتعويضات المديرين على وجه الخصوص - وحوكمة الشركات على نحو أكثر عمومية. ما الذي يمكن فعله من أجل تطوير تعويضات المديرين وحض مجالس إدارة الشركات على خدمة مصالح المسهمين؟

علينا أن نوضح منذ البداية أن الهدف الرئيس الذي يسعى إليه هذا الكتاب لا يكمن في تقديم خطة إصلاح تفصيلية. إنما تتجسد غايتنا بالدرجة الأولى في تطوير فهم جديد لما علق بتعويضات المديرين من مشكلات وعقبات. غير أننا نود في الفصلين الختاميين من هذا الكتاب أن نستعرض بعضاً من أهم الآثار العملية لما أوردنا في الفصول السابقة من تحليل.

إن مشكلات تعويضات المديرين إنما تنبثق بنظرنا عن مشكلة جذرية على صعيد حوكمة الشركات. إن العوامل التي تدفع مجلس الإدارة إلى الحرص على تعظيم قيمة رأس المال المسهم لا تملك اليوم من القوة ما يسمح لها عموماً بالتفوق على مختلف العوامل الأخرى التي تدفع بأعضاء المجلس إلى محاباة زملائهم المديرين التنفيذيين. من هنا فإن مشكلات تعويضات المديرين لا يمكن أن تحل على نحو جذري إلا عبر تبني إصلاحات من شأنها أن

تضع مجالس الإدارة أمام رزمة جديدة من الحوافز والقيود. سوف نناقش هذا النوع من الإصلاحات في الفصل القادم. أما هنا فنود أن نبدأ أولاً باستعراض بعض من وسائل العلاج الجزئية التي يمكن الاستعانة بها بالدرجة الأولى لمعالجة مسألة تعويضات المديرين.

الأجر على قدر الأداء

إن التعويضات المصممة بعناية من شأنها أن تزود المديرين بحوافز مجدية اقتصادياً تدفعهم إلى تعظيم قيمة رأس المال بما يخدم مصالح حملة الأسهم. ولكن يا للأسف فإن الوعود المنتظرة من ترتيبات التعويضات المجدية لم تفلح إلى اليوم في التحول إلى واقع حقيقي. وحري بالمستثمرين في اختبارهم تعويضات المديرين أن ينظروا بعين القلق إلى الترتيبات التي تعجز عن ربط الأجر بالأداء، وأن يشجعوا بالمقابل الترتيبات التي تفلح في تحقيق توازن إيجابي بين الأجر والأداء.

ما هي السياسات العملية التي ينبغي على المستثمرين دعمها؟ وما هي السياسة التي ينبغي عليهم معارضتها؟ كما رأينا فيما تقدم من فصول الكتاب فإن الترتيبات السائدة فيما يخص تعويضات المديرين عاجزة عن أن تخلق لدى هؤلاء حوافز حقيقية مجدية اقتصادية تدفع بهم إلى العمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم. إن الجزء من تعويضات المديرين الذي يتناسب حقاً مع أدائهم أصغر جداً مما يعتقد الكثيرون. فالقدر الأكبر من التعويضات، سواء التعويضات القائمة على حقوق الملكية أو تلك القائمة على غير حقوق الملكية، يقدم للمديرين مكاسب مستقلة تماماً عن أدائهم، الأمر الذي يساهم في تثبيط الحوافز أو تشويهها. لقد تعرفنا في هذا الكتاب إلى العديد من أوجه عجز الترتيبات الحالية عن تحقيق الغرض المرجو منها ولمسنا العديد من الجوانب التي تقتضي الإصلاح والتطوير. وإمعاناً في الإيضاح دعونا نستعرض فيما يلي بعضاً من التغييرات المهمة التي ينبغي على المستثمرين العمل على دعمها إذا ما أرادوا رفع سوية حوافز المديرين التي تحثهم على تحسين أدائهم.

تقليص دور ثمار المصادفة في برامج التعويضات القائمة على أساس حقوق الملكية. ينبغي على المستثمرين أن يدعموا من برامج التعويضات القائمة على أساس حقوق الملكية تلك التي تهتم بإجراء فلترة كلية أو على الأقل جزئية للارتفاعات التي تشهدها أسعار

الأسهم بفعل تطور عام طرأ على السوق أو بفعل الحركة الطبيعية لحقل العمل المعني. إن فلترة ثمار المصادفة تلك من شأنها أن تضمن تحقيق القدر ذاته من الحوافز بكلفة أقل أو بالأحرى تحقيق قدر أكبر من الحوافز بالكلفة ذاتها. كذلك ينبغي على المستثمرين أن يدركوا أيضاً أن الانتقال إلى برامج التعويضات القائمة على الأسهم المقيدة، والذي من شأنه أن يعطي عامل المصادفة دوراً أكبر من دوره في حالة الخيارات التقليدية، لا يصب بالضرورة في مصلحة حملة الأسهم.

على المستثمرين أن يمارسوا الضغط على مجالس الإدارة من أجل تبني برامج (كتلك التي ناقشناها في الفصل 11) تسمح بالتحكم بأسعار استخدام الخيارات بالشكل الذي يضمن فلترة آثار التطورات ذات الطابع العام على صعيد السوق أو على صعيد الحقل المعني. وبالحد الأدنى يمكن التحكم بأسعار استخدام الخيارات على نحو يضمن اختزال مكاسب المديرين من ارتفاع أسعار الأسهم إلى مقدار زيادة ارتفاع أسعار أسهم شركاتهم عن الارتفاع الذي سجلته أسهم الشركات الأضعف أداء على مستوى السوق أثناء المدة ذاتها.

توثيق الرابط بين برامج المكافآت الاستثنائية وبين الأداء. لدى تقويم درجة ارتباط تعويضات المديرين بأدائهم ينبغي على المستثمرين أن يحرصوا على التحقق جيداً مما إذا المكافآت الاستثنائية التي تصرفها شركاتهم للمديرين مقترنة فعلاً بالأداء المتميز، أم أن الأمر لا يتعدى الاقتران بالاسم فقط. عليهم أن يتعاملوا بحذر مع مجالس الإدارة التي تصرف للمديرين مكافآت استثنائية عن أعمال عادية كمسألة ضم واحدة من الشركات الأخرى وما إلى ذلك من الأعمال التقليدية التي ليس فيها ما يبرر تقديم أي حوافز إضافية.

وكجزء من الجهد الرامي إلى تقوية الرابط بين برامج المكافآت الاستثنائية والأداء، ينبغي على المستثمرين العمل على معارضة برامج المكافآت الاستثنائية التي تتضمن تخويل مجالس الإدارة مزيداً من الصلاحيات. لا شك أن الصلاحيات الإضافية فيما يخص صرف المكافآت الاستثنائية قد تكون عاملاً إيجابياً إذا ما وضعت في يد مجلس إدارة لا هم له إلا خدمة مصالح حملة الأسهم، لكنها بالمقابل قد تعطي نتائج عكسية إذا ما وضعت في يد مجلس إدارة يعمل وفق المعايير السائدة اليوم التي لا تعطي مصالح حملة الأسهم بالضرورة الأولوية التي تستحقها.

تقييد وضبط التصرف بحوافز الملكية. ينبغي على المستثمرين السعي لتقييد حرية المديرين الواسعة في التصرف بما تقدمه لهم برامج التعويضات من حوافز قائمة على حقوق الملكية. قد يكون من المفيد هنا ضمان الفصل بين استحقاق الخيارات من جهة واستخدام تلك الخيارات من جهة أخرى. فوجود مثل هذا الفصل يعني أن الخيارات التي انتقلت ملكيتها وأصبحت ملكاً للمديرين (بمعنى أن الأسهم المتصلة باستخدام تلك الخيارات قد أصبحت ملكاً للمديرين) سوف تبقى في أيدي أولئك المديرين لمدة من الزمن وسوف تستمر أثناء تلك المدة في تزويدهم بحوافز ملموسة للعمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم. وللحيلولة دون التفاف المديرين على قيود التصرف بالخيارات ينبغي منعهم كلياً من استخدام أي من أساليب التحصين كالمقايضات والتشابكات أو التداولات الثانوية التي من شأنها أن تقلل من درجة تأثر مصالحهم الشخصية بما قد تتعرض له أسعار أسهم الشركة من تقلبات.

وبالإضافة إلى ذلك ينبغي أن يُفرض على المديرين -كما سبق أن اقترح أحد مؤلفي الكتاب قبل مدة من الزمن- حين تمتعهم بكامل حقوقهم في بيع أسهمهم شرطٌ ملزمٌ يقضي بالإعلان سلفاً عن رغبتهم بالبيع. وفي ذلك الإشهار السابق يجب على المدير تقديم معلومات تفصيلية عن عملية الاتجار المزمع إجراؤها، بما في ذلك عدد الأسهم المراد بيعها[1]. إن تقييد وتنظيم التصرف بحوافز الملكية من شأنه أن يقلص قدرة المديرين على تحقيق المكاسب من ارتفاع قصير الأجل في السعر لا يعكس حقيقة واقع الشركة على المدى البعيد، وأن يحد بذلك من الدوافع الشاذة التي أتينا على مناقشتها في الفصل 14.

تضييق آفاق السقوط اللطيف الآمن في حالة الإخفاق. ينبغي على المستثمرين الانتباه إلى مخاطر السياسات والترتيبات التي تترك هامشاً لمكافأة المديرين على إخفاقاتهم. إن سياسات من هذا النوع من شأنها أن تضعف دوافع العمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم - وأن تنسف بذلك حوافز تعظيم القيمة التي تعمل بعض العناصر الأخرى في رزمة التعويضات على بنائها. كذلك فإن على المستثمرين أن يدققوا جيداً في أحكام إنهاء خدمة المديرين التي قد تخبئ بين طياتها تعويضات سخية؛ عليهم أن يتأكدوا من أن أحكام العقد لا تفرض عليهم دفع تعويضات ضخمة لمدير يغادر الشركة وقد خلف وراءه سجلاً حافلاً

بالإخفاقات. كذلك فإن على المستثمرين أن يعارضوا بصلابة ما بات يعرف برزمة «مع السلامة» الذهبية للمديرين المغادرين التي تتضمن عطاءات مجانية خارج نطاق التعويضات المستحقة المنصوص عليها في العقد.

التدقيق في حجم التعويضات المستقلة عن الأداء. ينبغي على المستثمرين العمل على تقدير الحجم التقريبي لمجمل ما تقدمه الشركة لمديريها من تعويضات غير متعلقة بالأداء. وعليهم أن يراعوا في ذلك مختلف الأشكال المستورة للتعويضات المستقلة عن الأداء التي أتينا على مناقشتها في فصل سابق (كالمكاسب التقاعدية على سبيل المثال). وبعد الوصول إلى قيمة تقديرية لإجمالي التعويضات المستقلة عن الأداء ينبغي البحث في إمكانيات تحسين قيمة رأس المال المسهم عبر تعزيز حساسية إجمالي التعويضات لمستوى الأداء.

ومن الضروري أن يأخذ المستثمرون في الحسبان، لدى التدقيق في ترتيبات التعويضات التي يصدِّق عليها مجلس الإدارة، حدودهم الذاتية من جهة والحدود التي تحكم عمل مجلس الإدارة من جهة أخرى. وبالنظر إلى العوامل الكثيرة التي تدفع بأعضاء مجلس الإدارة إلى محاباة المديرين يمكن القول: إن من غير الحكمة أن يعتقد المستثمرون بوجوب تطابق خيارات مجلس الإدارة فيما يخص تعويضات المديرين مع الخيارات الأمثل وفق منظور حملة الأسهم أنفسهم. وفي الوقت ذاته وبالرغم من أنه من حق حملة الأسهم أن يحاولوا التأثير في الخطوط العريضة لترتيبات وخطط التعويضات وأنهم مدعوون إلى تفعيل حقهم في ذلك، فإن عليهم أن يعوا جيداً حقيقة أنهم يفتقرون إلى المعلومات التفصيلية المتعلقة بعمل الشركة وأنهم ليسوا في الموقع الذي يسمح لهم بالتحكم الدقيق بتفاصيل أحكام ترتيبات التعويضات. يجب أن تتعاون هاتان الرؤيتان المتضاربتان معاً على رسم الحدود التي ينبغي على المستثمرين التزامها في محاولتهم إعادة تدقيق الخيارات التي اتخذها مجلس الإدارة وكذلك أيضاً في انتقادهم لتلك الخيارات (إذا ما اقتضى الأمر).

تعزيز الشفافية

سوف نبين في الفصل القادم ضرورة إجراء إصلاحات تؤدي إلى زيادة نفوذ حملة الأسهم. لكن هذا لا يعني على الإطلاق أننا نعتبر نفوذ حملة الأسهم الحالي معدوماً أو شبه

معدوم، فالمسهمون لديهم اليوم قدرة على التأثير في صنع القرار، وهذه القدرة تمثل دون أدنى شك واحداً من أهم أسباب الاهتمام الكبير الذي تحظى به موجات السخط التي قد تعصف بأوساط المسهمين من وقت لآخر. وكلما كانت معرفة الأوساط العامة (خارج حدود طاقم الشركة) بأحكام ترتيبات التعويضات أكبر، كانت قوة موجة السخط أكبر وأعظم. ولذلك فإن زيادة شفافية ترتيبات التعويضات تمثل تطوراً إيجابياً ومرغوباً.

إن خبراء الاقتصاد المالي لم يولوا مسألة الشفافية الاهتمام الكافي لأنهم ركزوا في الغالب على أثر الانكشاف في تسهيل الوصول إلى معلومات قد تؤثر على نحو أو بآخر في تحديد قيمة أسهم الشركة في السوق. فالكثيرون يعتقدون أن انكشاف المعلومات قد ينعكس سلباً على أسعار الأسهم حال وقوع تلك المعلومات في أيدي بعض المحترفين من تجار السوق القادرين على تحليلها وتوظيفها لخدمة مصالحهم.

فيما يخص تعويضات المديرين هنالك بطبيعة الحال درجة لا بأس بها من الانكشاف. فأحكام هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي تلزم الشركات، كما سبق أن أوضحنا في فصل سابق، بإشهار جميع التفاصيل المتعلقة بتعويضات المدير العام والمديرين الأربعة التاليين الذين يأتون بعده مباشرة من حيث حجم التعويضات التي يتقاضونها.[2] غير أن من المهم هنا من وجهة نظرنا أن نميز بوضوح بين مفهوم الإشهار ومفهوم الشفافية. والشفافية هي ما ينبغي إيلاؤه قدراً أكبر من الاهتمام.

إن الهدف الحقيقي وراء فرض إشهار تعويضات المديرين ليس المساعدة على التقدير الدقيق لسعر ما تطرحه الشركة من أوراق مالية، وإنما إفساح المجال لشيء من الرقابة على الترتيبات التي قد تبالغ فيما تقدمه للمديرين من مكاسب. وهذا الهدف لا يتحقق عبر تقديم المعلومة في قالب يجعلها مفهومة فقط بالنسبة لفئة قليلة من محترفي السوق، ومبهمة تماماً بالنسبة للآخرين.

إن قدرة مصممي الخطط والترتيبات على محاباة المديرين تتوقف إلى حد بعيد على طبيعة النظرة التي يخص بها جمهور المستثمرين والمراقبين الخارجيين المعنيين تلك الترتيبات. بدافع من قوى السوق وحركية المجتمع يبدي المديرون ومجالس الإدارة قدراً لا

بأس به من الحساسية والاهتمام حيال الاستنكار المحتمل من قبل المستثمرين المؤسساتيين وغيرهم من الكتل المرجعية كالصحافة الاقتصادية على سبيل المثال. وقد أوضحنا سابقاً أن مهندسي التعويضات غالباً ما يسعون إلى الإبقاء على حجم التعويضات أو درجة استقلالها عن الأداء تحت غطاء من الغشاوة. إذا ما أردنا للإشهار أن يمارس دوراً فاعلاً في تقييد حجم التعويضات، فإن من الضروري أن نضمن إيصال المعلومة التي يتم إشهارها إلى قاعدة واسعة تتجاوز بوضوح حدود فئات محترفي السوق وتجار الأسهم. ومن ناحية أخرى فإن المعطيات الخام المخبأة في جوف جبل من البيانات التقنية ليست كافية على الإطلاق؛ ذلك أن مستوى إبراز المعلومة وكذلك درجة شفافيتها يمثلان عاملين مهمين فيما يخص فاعلية الإشهار.

لذلك فإن الجهات المسؤولة والأطراف الراعية لمشروعات إصلاح حوكمة الشركات مدعوة إلى العمل على ضمان إضفاء مزيد من الشفافية على ترتيبات التعويضات والسعي إلى الحفاظ على الشفافية سمة دائمة لا تفارق تلك الترتيبات. ومن المفيد هنا استعراض بعض من التدابير العملية التي من شأنها أن تسهم في تعزيز الشفافية.

احتساب قيمة الخيارات في الميزانية. ينبغي مراعاة الخيارات المقدمة لموظفي الشركة في حساب الميزانية. وكما سبق أن ناقشنا في الفصل 12، فإن هيئة مقاييس الحسابات المالية إف إيه إس بي، التي تعرضت في العام الماضي لضغوط كبيرة من قبل المديرين حالت دون فرض مراعاة الخيارات في حساب الميزانية، من المرجح أن تبادر قريباً إلى اتخاذ التدابير اللازمة لفرض احتساب الخيارات. كذلك فإن الكونغرس عاكف على دراسة مشروع قانون من شأنه أن يلزم الشركات باحتساب الخيارات المقدمة للمديرين الخمسة ذوي الأجور الأعلى في كل شركة (لكنه يسمح بالمقابل بعدم احتساب الخيارات المقدمة لباقي الموظفين).

يعد احتساب الخيارات، من وجهة نظر العمل المحاسبي، أمراً مهماً لأنه يساعد على الوصول إلى صورة أكثر دقة للوضع المالي للشركة. وفيما يخص الأهداف التي تستحوذ اهتمامنا في هذا الكتاب فإن احتساب قيمة خيارات المديرين أمر إيجابي يعود بالفائدة على الشركة لأنه يجعل الإنفاق المترتب على تلك الخيارات أكثر وضوحاً في أعين المستثمرين على المدى البعيد.

إن تنظيم احتساب الخيارات المتضمنة في خطط الحوافز من شأنه أن يحد أيضاً من هامش الحرية في التنقل بين أنماط الخيارات المختلفة، ومن شأنه أيضاً أن يبطل الحجة الرئيسة التي يلجأ إليها المديرون للالتفاف على الخيارات منقوصة عامل المصادفة. فحقيقة أن الخيارات منقوصة عامل المصادفة توجب الاحتساب خلافاً للخيارات الاعتيادية ما زالت ومنذ زمن طويل تقدم مسوغاً مقنعاً لترجيح كفة الخيارات التقليدية وتفوت بذلك الفرصة لفلترة الأرباح الناجمة عن تطورات عامة على مستوى السوق أو حقل العمل المعني.

ذكر القيمة النقدية المكافئة بجانب مختلف أشكال التعويضات. ينبغي إلزام الشركات بذكر القيمة النقدية المكافئة بجانب كل من أنماط التعويضات المختلفة التي تقدمها لمديريها وتضمين تلك القيم النقدية في جداول التعويضات التي تنشرها الشركة في إعلاناتها. لقد احتفظت الشركات لنفسها بهامش من الحرية يتيح لها محاباة مديريها بعطاءات سخية تأخذ شكل «تعويضات مستورة» كما هو الحال في تعويض التقاعد، والتعويضات المؤجلة، وما قد يعقب التقاعد من هدايا أو عقود استشارية. وبالرغم من أن بعض تفاصيل تلك الترتيبات قد ظهرت للعيان في ملفات هذه الشركة أو تلك لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية لم يطلب من الشركات المعنية بيان القيمة النقدية المكافئة وتضمينها في البيانات المالية. بل إن الشركات لم تقم بإدخال تلك المكاسب التي قدمتها لمديريها حتى إلى قواعد البيانات الاعتيادية التي يستند إليها خبراء الاقتصاد المالي في دراساتهم المتصلة بتعويضات المديرين.

ومن وجهة نظرنا فإن من الضروري أن تقوم الشركات بتبيان القيمة المالية لكل من المكاسب التي تقدمها لمديريها أو تعدهم بها، وأن تضمّن تلك القيمة في جدول التعويضات للعام الذي يصبح فيه المدير مخولاً للإفادة من تلك المكاسب. وهكذا فإن جدول التعويضات ينبغي أن يتضمن على سبيل المثال الزيادة التي قد تطرأ أثناء العام على القيمة المتوقعة لتعويض التقاعد الذي وعدت به الشركة مديرها. وبالإضافة إلى ذلك قد يكون من المفيد أيضاً مطالبة الشركات بتبيان القيمة النقدية لمختلف المكاسب الضريبية التي قد يحصل عليها المدير على حساب الشركة (كما في حالة التعويضات المؤجلة على سبيل المثال) – وبتضمين تلك القيمة في تقرير رسمي.

هـذه التدابـير من شأنهـا أن تقدم لحملـة الأسهم صـورة أكثر دقة ووضوحـاً لإجمالي التعويضات المقدمة للمديرين. كما أن من شأنها أيضاً أن تساعد على التخلص من التشوهات التي كثيراً ما تحدث من جرّاء لجوء الشركة إلى ترجيح أنماط معينة من التعويضات لمجرد أنها أكثر قدرة على التخفي وليس لكونها أكثر فاعلية من سواها.

تبيـان القيمة النقدية لإجمالي التعويضات على اختلاف مصادرها. عبر اعتماد أشكال عديـدة ومتنوعـة لأجـور المديرين وعدم ذكـر القيمة النقديـة لبعض التعويضـات، تحاول الشركات إخفاء القيمة الحقيقية لإجمالي ما تقدمه لمديريها من أجور وتعويضات عن أعين المستثمريـن والمسهمين. ينبغي مطالبة الشركات بأن تبيّن بوضوح، ضمن القسم المخصص لتعويضـات المديرين في ملفاتها، القيمة الإجمالية للتعويضات المقدمة لكل مدير من مديري الدرجة الممتازة على مدى العام وكذلك أيضاً إجمالي ما حصل عليه المدير منذ قدومه إلى الشركة وحتى تاريخه.

الأجر والأداء. قد يكون من المفيد مطالبة الشركات بأن تعلن لحملة الأسهم بكل شفافية عـن حجم الأرباح التي جناهـا مديروها من الخيارات المقدمة لهم، وكذلك أيضاً عن حجم الجـزء مـن تلك الأرباح الذي جاء بفعـل تطورات عامة على مستوى السـوق أو على مستوى حقـل العمـل المعني. وهذا يمكـن تحقيقه عبر إلـزام الشركات بحساب حجـم الأرباح التي جناهـا مديروها عبر استخدام الخيارات المقدمة لهم (أو عبر انتقال ملكية الأسهم المقيدة المقدمـة لهم في حالـة التعويضات على أسـاس الأسهم المقيدة) والإعـلان عن تلك الأرباح وكذلك أيضاً عن نسبة الزيادة الفعلية (إن وجدت) التي سجلتها عوائد الشركة بالمقارنة مع نظيراتها في حقل العمل المعني. إن إعلان الشركة مثل تلك الحقائق والمعطيات من شأنه أن يظهر بمزيد من الشفافية إلى أي حد قد نجحت خطط الحوافز القائمة على أساس حقوق الملكية في تجسيد سياسة مكافأة المديرين على قدر ما قدموه من أداء.

التصرف بالخيارات والأسهم. ينبغي إلزام الشركات بإعلام حملة الأسهم بكل شفافية وبصـورة دورية عن نسبة ما قـد تصرف به المديرون الخمسة الأعلـى على مستوى الشركة مـن حوافز الملكيـة المقدمة لهم كجزء مـن تعويضاتهم. صحيح أن الباحـث المهتم لن يشق عليـه الحصـول على تلك المعلومات عبر تصفـح أكوام التقارير المتعلقـة بتداولات المديرين

والمحفوظة بالتعاون مع هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي، لكن إلزام الشركات بتنسيق تلك المعلومات وتقديمها في تقارير خاصة من شأنه أن يسهل على المستثمرين استيضاح الحد الذي بلغه المديرين في استثمارهم الفعلي لما يملكون من حرية التصرف بحوافز الملكية المقدمة لهم.

من الطبيعي أن مهندسي خطط التعويضات لن يعدموا الوسيلة لابتداع أساليب جديدة تعيد إلى التعويضات، أو إلى حساسية التعويضات للأداء، بعضاً مما قد تفقده من الضبابية والغموض. لذلك فإن من الضروري الاهتمام بتحديث ترتيبات الإشهار في مواكبة دائمة لتطور السياسات والممارسات العملية الجديدة (ووسائل التمويه الجديدة) حرصاً على ضمان استمرار الشفافية.

الإجراءات المفروضة على لجان التعويضات

لا شك أن قائمة التعليمات التي تبنتها هيئة الأوراق والأسواق المالية أخيراً وفرضت على لجان التعويضات الالتزام بها تفيد في إضفاء طابع الترتيب على آليات العمل التي تتبعها تلك اللجان لتحديد تعويضات المديرين. بموجب تعليمات سوق نيويورك للأوراق المالية يجب أن يكون لدى لجنة التعويضات في كل شركة ميثاق مكتوب يتضمن القواعد الناظمة لعمل اللجنة[3]. واللجنة ملزمة بتلخيص أهداف الشركة التي تبرر التعويضات المقدمة للمدير العام والمصادقة على تلك الأهداف، كما أنها ملزمة أيضاً بإعداد تقرير حول تعويضات المديرين وتضمينه في بيان التوكيل السنوي أو في التقرير السنوي لأداء الشركة. وقد دأب المستثمرون المؤسساتيون منذ مدة من الزمن على الإلحاح في مطالبة الشركات باتباع تعليمات من هذا القبيل[4].

لا شك في أن إلزام لجان التعويضات اتباع خطوات محددة هو أمر إيجابي، لكننا لا نعتقد بأنه قادر على تحقيق فوائد ملموسة من الناحية العملية. من الطبيعي أن تلك التعليمات الملزمة قد تجبر أعضاء اللجان على إيلاء مسألة تعويضات المديرين درجة من العناية والاهتمام تفوق بوضوح ما كانت عليه حالهم في الماضي. وبالنسبة لمجلس إدارة يركز اهتمامه على رعاية مصالح حملة الأسهم وحسب، فإن وجوب الالتزام باتباع خطوات محددة وتقديم التقارير التي تواكب سير العمل من شأنه أن يغني العمل بمزيد من العناية والمنهجية.

وفي حين يمكن الجزم بأن التعليمات الإجرائية الملزمة من شأنها أن تلطف كثيراً من المشكلات الناجمة عن عدم المبالاة أو قلة الانتباه، إلا أنها لن تقوى على مواجهة المشكلات النابعة من دوافع أعضاء مجلس الإدارة وميولهم إلى استخدام صلاحياتهم وما يتمتعون به من تفويض لإغداق المكاسب السخية على المديرين. إن الالتزام باتباع خطوات محددة وكتابة التقارير عن سير العمل لا يسهم مسهمة حقيقية في وضع حدود فعلية لصلاحيات مجلس الإدارة. وبشيء من العون والنصيحة من قبل الحقوقيين وخبراء التعويضات فإن مجلس الإدارة الراغب في محاباة المديرين سوف لن يعدم الحيلة لتقديم المسوغات اللازمة لتمرير خططه، وقد لا يحتاج في بعض الحالات أكثر من بعض العبارات الطنانة. وهكذا فإن العامل الأهم، والذي يكمن في دوافع مجلس الإدارة، سوف لن يتأثر بتلك التعليمات الإجرائية في شيء.

اقتضاء موافقة حملة الأسهم

بالإضافة إلى العمل على تحسين دوافع مجالس الإدارة -موضوع الفصل القادم- فإن من المفيد أيضاً العمل على وضع بعض الحدود التي تقيد صلاحيات مجالس الإدارة. والخطر في وضع حدود من هذا القبيل يكمن في تقليص قدرة مجلس الإدارة على تطوير بنية التعويضات بالشكل الذي يعود في نهاية المطاف بالفائدة على حملة الأسهم. والسبيل الطبيعي لتقليص صلاحيات مجلس الإدارة دون المساس بقدرة المجلس على إقرار الترتيبات التي تخدم مصالح حملة الأسهم إنما يكون في جعل بعض قرارات المجلس مشروطة بموافقة حملة الأسهم أنفسهم. هنالك على وجه التحديد طريقتان تستحقان أن نوليهما بعضاً من المناقشة – اشتراط موافقة حملة الأسهم على برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية، واشتراط الموافقة على ترتيبات التعويضات التي تتضمن جوانب «مثيرة للشبهات».

الموافقة على برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية

في العام 2003، قامت السوق الوطنية الرئيسة للأوراق المالية بتبني جملة من الأحكام تجبر الشركات المسجلة على الحصول على موافقة حملة الأسهم فيما يخص برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية[5]. وعلى الرغم من أن تلك الأحكام قد لقيت ترحيباً

كبيراً من قبل البعض بصفتها تدابير بالغة الأهمية[6]. إلا أنها لا تمثل في حقيقة الأمر ضمانة حقيقيــة على أن تعويضات المديريــن، أو على الأقل التعويضات القائمــة على حقوق الملكية، ستلتزم بالفعل الشكل الذي يخدم مصالح حملة الأسهم.

وإذا ما أردنا وضع تلك الأحكام ضمن إطارها الصحيح، فإن علينا أن نعيد إلى الذاكرة أولاً أن العديد من الشركات قد دأبت أصلاً على طرح برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكيــة للتصويــت في اجتماع عام لعموم حملة الأسهم. وكمــا سبق أن أوضحنا في الفصل 3 فــإن الدافع الحقيقي وراء ذلك لم يكن سوى الرغبــة في تجنب الأعباء الضريبية المفروضة علــى برامج الخيارات التي تفتقر إلى موافقة حملة الأسهم. ومن هنا فإن الأحكام الجديدة ليســت في حقيقة الأمر ســوى توسيع لمساحة العمل بواحدة من السياســات التقليدية المتبعة أصلاً منذ زمن، التي ثبت عجزها عن وضع حدود حقيقية لصلاحيات مجالس الإدارة.

لا شك أن التصويت على الخطط يعطي حملة الأسهم المستاءين من تعويضات المديرين (أو مــن بعض المسائل الأخــرى) الفرصة لتسجيل اعتراضهم. وقد يتيــح التصويت لحملة الأسهــم إعاقة إعطــاء المديرين مزيداً من الأسهــم والخيارات إذا ما وجــدوا أن سياسات مجلس الإدارة فيما يخص تعويضات المديرين مثيرة للسخط. غير أن التصويت على برامج التعويضــات القائمة على حقــوق الملكية لا يضع بين أيدي حملة الأسهــم في الأحوال العادية أداة حقيقية تمكنهم من التأثير على نحو فاعل في عملية تصميم ترتيبات التعويضات.

في بادئ الأمر ينبغي الإشارة إلى أن ما يطرح أمام حملة الأسهم للتصويت هو في مجمله برامج يغلب على صياغتها طابع العمومية، وبديهي أن ذلك لن ينقص من صلاحيات مجلس الإدارة شيئــاً. يطلــب المجلس من حملــة الأسهم إعطاءه الموافقة علــى استخدام عدد معين مــن الخيارات أو الأسهم المقيــدة ضمن كتلة التعويضات المخصصــة لموظفي الشركة، غير أن هنــاك جوانــب كثيرة عامة من برامــج التعويضات القائمة على حقــوق الملكية لا تقتضي موافقــة حملة الأسهم. وعلى سبيل المثال فإن موافقة حملة الأسهم غير مطلوبة فيما يخص حصــة مدير بعينه من إجمالي الخيــارات التي يقرر مجلس الإدارة استخدامها ضمن رزمة التعويضــات. وكذلــك هي الحال أيضاً فيما يخص القيود التي قد يقرر المجلس فرضها على انتقــال تلك الخيــارات أو الأسهم أو على حرية المديرين في التصرف بها. وقد عبرت إحدى

الشـركات القانونية المشهورة عن ذلك أبلغ تعبير عـبر النصيحة التي وجهتها إلى عملائها مـن مجالس إدارة الشركات ضمن ملحوظة صغيرة جاء فيها: «على ضوء القواعد الجديدة الصـادرة عن سوق نيويورك للأوراق المالية بالتعاون مع ناسداك، والمتعلقة باقتضاء موافقة المسهمـين، ينبغي إعطاء برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية صيغة فضفاضة تتيح للشركة: إمكانية تعديل بنود التعويضات دون الحاجة إلى تطوير البرنامج على نحو يقتضي موافقة حملة الأسهم بموجب القواعد الجديدة»[7].

وفضلاً عن ذلك، وبالرغم من أن حملة الأسهم يستطيعون أن يعارضوا على نحو جماعي برنامـج استخدام الخيارات والأسهم المقيدة، فإنهم لـن يتسنى لهم ممارسة دور فاعل في تحديـد تعويضـات المديرين إذا ما أسقطوا بالتصويت برنامـج التعويضات المقترح من قبل مجلـس الإدارة. إذا مـا عارضـ حملة الأسهم علـى سبيل المثال برنامجاً يقـوم على أساس الخيـارات التقليديـة لأن هذا النوع مـن الخيارات يسمح للمديريـن بالاستفادة على نحو لا محدود من ثمار المصادفة التي تأتيهم بفعل تطورات إيجابية تعم السوق أو القطاع أو الحقل المعنـي، فإنهم لن يحصلوا على أي ضمانة حقيقية بـأن المجلس لن يتبنى ترتيبات بديلة قد تكون أكثر إضراراً بقيمة رأس المال المسهم – كاعتماد نظام مكافآت بالغ السخاء مثلاً. لهذا السبـب فإننا نتوقع أن يذهب حملة الأسهم إلى الموافقة على برامج التعويضات المقترحة في حـالات كثيرة يتمنون فيها لو أن مجلس الإدارة قد أعد ترتيبات التعويضات بصورة مختلفة تماماً. وعلى العموم فإننا لا نتوقع أن تؤدي زيادة مساحة النقض المتاحة أمام حملة الأسهم فيما يخص برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية إلى تقليص حقيقي لحرية مجالس الإدارة في التحكم بهذا النوع من التعويضات.

التصويت على جوانب خاصة محددة في اتفاقات التعويضات

إن السمـاح لحملة الأسهـم بالتصويت على اتفاقـات التعويضات التـي تتضمن جوانب خلافيـة محتملة محددة قد يكون أمـراً مفيداً. وبالنظر إلى الاتفاقـات التي توجب موافقة حملـة الأسهم على برامـج تعويضات المديرين نجـد أن كلاً منها يتضمن بنـداً أو أكثر من قائمـة الجوانـب المثـيرة للشبهات. يمكـن طلب موافقة حملـة الأسهم على سبيـل المثال في حالـة الخيارات التقليدية التي لا تعنـى بفلترة أي من ثمار المصادفة التي ترمي بها الحركة

العامـة للسـوق أو الحقل المعنـي، وفي حالة الخيـارات المتاحة للاستخدام بعـد استحقاقها بمـدة وجيزة، وفي حالة برامج التعويضات القائمة علـى حقوق الملكية التي لا تلزم المديرين بالإشهـار سلفاً عن عملية بيع الأسهم المزمع إجراؤهـا، أو في حالة تعويضات إنهاء الخدمة إذا مـا بدت قيمتها ضخمة بالمقارنة مع التعويضات السنوية. وقد تم اقتراح اقتضاء موافقة حملـة الأسهـم في مثل تلك الحالات من قبـل العديد من الطروحات المقدمـة من المسهمين أنفسهـم، وكذلك أيضاً من قبل هيئة المستثمرين المؤسساتيين سي آي آي. وعلى سبيل المثال فقـد اقترحت سـي آي آي ألا يتم إعادة تسعير الخيـارات الغارقة (التي انخفض سعرها في السوق إلى ما دون كلفة استخدامها) أو استبدال تلك الخيارات بخيارات جديدة إلا بموجب موافقة صريحة من قبل حملة الأسهم[8].

إننـا نعتقد أن اقتضاء موافقة حملة الأسهم قد يكون أمراً مفيداً إذا ما جرى تطبيقه في حالة العطاءات التي يبدو عليها أنها على الأرجح لا تصب في مصلحة رأس المال المسهم. في حالة كتلك يمكن النظر إلى اقتضاء موافقة حملة الأسهم على أنه إجراء يقود إلى حل وسط بـين المنع المباشر والصريح من جهة وبين الموافقة غـير المسؤولة من جهة أخرى. إذا ما بدا علـى جانـب معين من جوانب الاتفاق أنه لا يخدم مصالح حملة الأسهم ، فإن كلا الخيارين الحديـين، الرفض التام وإتاحة الحرية المطلقة، قد يكونـان مكلفين. والسماح هنا بتضمين ذلـك الجانب في الاتفاق، شريطة أن يوافق عليه حملة الأسهم، من شأنه أن يحفظ والحالة هذه توازناً حساساً بين كلا الخيارين.

ولكن هل تحمل تلك الترتيبات فائدة حقيقية لحملة الأسهم؟ إن الإجابة عن هذا السؤال تتعلق بالطبع، وإلى حد بعيد، بطبيعة العطاءات المدرجة على قائمة ما يقتضي موافقة حملة الأسهـم؛ إذ إن فرض شرط موافقة حملـة الأسهم على عطاءات مـن المرجح أن تصب في مصلحـة حملة الأسهم، من شأنه أن يرتب علـى الشركة تكاليف لا داعي لها. وبالمقابل فإن عـدم فرض شـرط الموافقة في حالة العطاءات التي يغلب عليهـا الاحتمال بأنها قد لا تخدم مصالـح حملة الأسهم يعني التقصير عن جني الفوائد المحتملة التي تحملها قواعد اقتضاء موافقـة حملة الأسهم بين طياتهـا. إن خبراء ومنسقي سـوق الأوراق المالية ليسوا في الموقع الـذي يسمح لهم بتحديد الجوانـب المثيرة للشبهات لأنهم ببساطة ليسـوا على دراية كافية

بخصوصيات الشركة، وكذلك فإنهم أيضاً لن يتمكنوا من حصر جملة الترتيبات التي تتطلب موافقة حملة الأسهم عند حدوث بعض المستجدات.

وهكذا فإن حملة الأسهم أنفسهم هم من ينبغي أن يقرروا بشأن القيود الواجب فرضها على صلاحيات مجلس الإدارة والتعديلات الواجب إجراؤها على تلك القيود لمواكبة المستجدات. لكن المشكلة تكمن في أن قانون الشركات الحالي لا يخّول حملة الأسهم صياغة القواعد المتعلقة بتعويضات المديرين والتصويت عليها لتصبح قواعد ملزمة لمجلس الإدارة. بالنظر إلى تعويضات المديرين، وهي مادة يضعها قانون الشركات ضمن حدود صلاحيات مجلس الإدارة، يحق لحملة الأسهم تقديم المبادرات بشأن صياغة قرارات التوصية، غير أن تلك القرارات حتى إن حظيت بغالبية الأصوات لا تتعدى كونها توصيات غير ملزمة. ومن وجهة نظرنا فإنه قد يكون من المفيد إتاحة الفرصة أمام حملة الأسهم لتقديم مبادرات جدية فيما يخص ترتيبات تعويضات المديرين تتضمن صياغة القواعد الملزمة وإقرارها عبر التصويت. وعلى سبيل الذكر لا الحصر فإن إعطاء حملة الأسهم صلاحيات من هذا القبيل سوف يمكنهم، إذا ما أرادوا، من فرض قواعد تمنع مجالس الإدارة من تبني ترتيبات معينة فيما يخص التعويضات التي تسمح بالالتفاف على موافقة حملة الأسهم.

حدود التصويت على ترتيبات أجور المديرين

إننا ننظر إلى آلية مشاركة حملة الأسهم في صنع القرار عبر عملية التصويت كأمر بالغ الأهمية. وسوف نوضح في الفصل القادم بالحجة والبرهان رؤيتنا الداعمة لتعزيز دور حملة الأسهم في انتخاب مجلس الإدارة وفي التصويت على القواعد الأساسية لحوكمة الشركة. غير أن هيكلة ترتيبات أجور المديرين ليست بالساحة المناسبة التي يمكن أن تحل فيها مشاركة حملة الأسهم عبر التصويت محل آلية صنع القرار في مجلس الإدارة النزيه الحريص على حماية مصالح حملة الأسهم.

إن تصويت حملة الأسهم من شأنه أن يرسم الحدود القصوى لصلاحيات مجلس الإدارة في التصرف دون الحاجة إلى طلب موافقة خاصة من حملة الأسهم. وحملة الأسهم سوف

يستندون في رؤيتهم لتلك الحدود إلى معلوماتهم العامة حول البنية الأساسية لترتيبات التعويضات. غير أن ذلك لا ينتقص أبداً من أهمية الدور الذي يضطلع به مجلس الإدارة الكفوء لجهة اتخاذ القرارات المناسبة وتحديد الأنسب بين جملة الخيارات المعقدة ضمن الحدود التي رسمها حملة الأسهم وكذلك أيضاً لجهة التفاوض مع المديرين. وهذه مهام معقدة تتطلب معرفة دقيقة بتفاصيل الموقف ومهارة في إدارة جولات التفاوض بما فيها من أخذ وردّ. وتصويت حملة الأسهم لا يمكنه في أي حال من الأحوال أن ينوب مناب مجلس الإدارة في كل تلك المهام.

تعويضات المديرين وحوكمة الشركات

تحليلنا الذي قدمناه في هذا الفصل يعيدنا من جديد إلى المشكلة الأساسية ذات الصلة بمسألة حوكمة الشركات. كيف لنا أن نرتقي بالدوافع التي توجه دفة الإدارة وأن نجعل أعضاء مجلس الإدارة أكثر التصاقاً بمصالح حملة الأسهم؟ وبالرغم من أن التغييرات المحتملة التي قمنا بمناقشتها فيما تقدم قد تحسن بالفعل هذا الجانب أو ذاك من ترتيبات أجور المديرين، إلا أنها لا تقوى على معالجة المشكلات العالقة معالجة جذرية. والحل الجذري لتلك المشكلات لا بد له أن يمر عبر تطوير أساليب حوكمة الشركات بوجه عام.

إن التدابير التي أتينا على مناقشتها تترك جميعها في يد مجلس الإدارة قدراً كبيراً من الصلاحيات، وهذا أمر ضروري لا غنى عنه. لكن تلك التدابير بحد ذاتها لا تزود أعضاء مجلس الإدارة بحزمة جديدة من الدوافع.

وتحقيق أي تحسين إضافي في هيكلة تعويضات المديرين منوط بالدرجة الأولى بتعزيز دوافع مجلس الإدارة لما فيه خدمة مصالح حملة الأسهم. وتحسين تلك الدوافع من شأنه أن يترك بصمات إيجابية ليس فقط فيما يخص ترتيبات أجور المديرين، وإنما أيضاً على صعيد مختلف القرارات الأخرى التي يتخذها مجلس الإدارة والمسائل الأخرى التي ينظر فيها. ومن هنا فإن تحليل المشكلات المتعلقة بتعويضات المديرين يقودنا إلى الاعتقاد بالحاجة إلى إصلاحات جذرية على صعيد حوكمة الشركات، الأمر الذي يجسد موضوع الفصل القادم من هذا الكتاب.

الوعي والواقع

نود أن نختتم هذا الفصل بالتأكيد على أهمية إدراك الدور الحساس للنفوذ الذي يتمتع بـه الجهاز التنفيـذي فيما بخص تحديد تعويضات المديريـن. إن توسيع قاعدة الوعي فيما يتعلـق بطبيعة المشـكلات القائمة المرتبطة بتعويضات المديرين، وهـو الأمر الذي نسعى إلى تحقيقـه عبر هذا الكتاب، من شأنـه أن يكون له بحد ذاته أثر واضح من حيث تخفيف حدة تلك المشكلات.

إن اتسـاع دائـرة الوعي -ولا سيما علـى مستوى المستثمريـن المؤسساتيين- فيما يخص قـدرة المديرين علـى التأثير في تعويضاتهم من شأنه أن يفعل الكثير من أجل وضع حد لتلك المشـكلات. لقد أوضحنا بالحجة والدليل أن قدرة المديرين على الاستئثار لأنفسهم بالأجور المفرطـة، وقدرتهـم على فصل تلـك الأجور عـن الأداء، وكذلك حجم الأعبـاء المالية التي يتحمّلهـا حملة الأسهم من جرّاء ذلـك، تتعلق جميعها بدرجة انكشـاف الأخطاء والثغرات المتضمنة في ترتيبات التعويضات أمام أعين المراقبين الخارجيين المعنيين، وبقدرة هؤلاء على تمييز تلك الأخطاء والثغرات. وهكذا فإن حجم ما يمكن للمديرين أن يستأثروا به لأنفسهم علـى حساب حملـة الأسهم يتعلق بدرجة وعي هؤلاء لحجـم التشوّهات التي تعتري ترتيبات التعويضـات التي يحاول المديرون إخفاءها بوسائل شتى. وتعزيز الوعي لتلك التشوهات من شأنه بكل بساطة أن يقلص حجم المشكلات التي وضعنا أيدينا عليها فيما تقدم.

لتحسـين سياسـات تعويضـات المديرون يحتـاج المستثمرون ودعاة الإصـلاح ليس فقط إلى القـوة وحسب، وإنما أيضاً إلى المعرفة والوعـي بشأن ما ينبغي أن يبحثوا فيه وما ينبغي أن يركـزوا عليـه. يجب أن يعوا جيداً طبيعة الدور الأسـاسـي الذي مارسه الجهاز التنفيذي عـبر سلطته ونفوذه وما زال يمارسه فيما يخـص التحكم بتعويضات المديرين، وأن يحيطوا بالعوامـل الكثيرة المختلفـة التي تسهم في بنـاء سلطة الجهاز التنفيـذي وتعزيزها وبطيف الأشكال المختلفة التي تفصح فيها تلك السلطة عن نفسها.

إننـا نعتقد أن من المهم أيضـاً، بالنسبة لزملائنا من الباحثـين الأكاديميين، أن يدركوا جيـداً حجـم الصعوبات الإدارية التـي تنطوي عليها مسألة تعويضـات المديرين. لقد خص

خبراء الاقتصاد المالي برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية بقدر كبير من التأييد والدعم تقديراً منهم لما تعد به تلك البرامج من تزويد المديرين بحوافز إيجابية تحثهم على تحسين الأداء. وقد أسهم ذلك الحماس في إضفاء مزيد من المشروعية على الزيادات الكبيرة في تعويضات المديرين أثناء العقد الماضي.

ينبغي على خبراء الاقتصاد المالي أن يدركوا أن برامج الحوافز تلك لها بالمقابل أيضاً ما يمكن أن نسميه «وجهها المظلم». وهيكلية تلك البرامج قد تجسد في بعض الأحيان ناتج مشكلات التوكيل أكثر من كونها أداة لحل تلك المشكلات. وبسبب مشكلات التوكيل تلك لم تفلح تعويضات المديرين حتى الآن في تحقيق ما وعدت به، بل إنها قد أسهمت في خلق بعض الدوافع المخربة والشاذة. وإننا لمسرورون لرؤية خبراء الاقتصاد المالي يولون اليوم مزيداً من الوقت لدراسة بعض الآثار العكسية التي خلفتها ترتيبات التعويضات على سلوك المديرين. ونأمل أن يتجهوا إلى التركيز بدرجة أكبر على الدور الذي تضطلع به سلطة الجهاز التنفيذي، وأن يولوا دراسة ذلك الدور مزيداً من الاهتمام، كما سبق أن فعلوا في دراستهم لنموذج التعاقد على مطال الذراع.



16 تطوير حوكمة الشركات

تفويض حملة الأسهم هو القاعدة الإيديولوجية التي تقوم عليها شرعية سلطة مجلس الإدارة.

مستشار ولاية ديلاوير ويليام ألين،
في أطلس بلازيوس، 1988

إن المشكلات المتعلقة بترتيبات تعويضات المديرين، التي تعرفنا عليها فيما تقدم، تجد جذورها في فشل مجلس الإدارة في التفاوض مع المديرين على مطال الذراع. تعزيز الشفافية، تطوير آليات عمل مجلس الإدارة، توسيع دائرة اقتضاء موافقة حملة الأسهم، تطوير وعي المسهمين لمختلف ترتيبات التعويضات ودور كل منها، لا شك في أن هذه العوامل جميعها من شأنها أن تساعد على تحسين الوضع. غير أن تلك المعالجات الموضعية لن تستطع أن تحل كلياً محل آلية صنع القرار الفاعلة التي تتجسد في فريق من أعضاء مجلس الإدارة يضع مصالح حملة الأسهم نصب عينيه ويوليها الأولوية المطلقة.

وفي النهاية فإن مسألة تعويضات المديرين تتطلب درجة معينة من المعرفة الاختصاصية، ولذلك فإن خير من يتولاها هم صناع القرار المطلعون الذين يتمتعون بقدر من الصلاحيات ويعملون على توظيف صلاحياتهم لما فيه تحسين قيمة رأس المال المسهم. ومن هنا فإن السبيل الأفضل لمعالجة المشكلات التي أتينا على مناقشتها فيما تقدم من الكتاب إنما يكون بالعمل على تطوير جملة الدوافع والحوافز التي تقود خطا أعضاء مجلس الإدارة. ما نحتاجه هو أن ننتقل بالرواية الرسمية لتعويضات المديرين وسياسات مجلس الإدارة، التي يظهر فيها أعضاء مجلس الإدارة بمظهر الحراس المتيقظين الذين لا هم لهم سوى حماية مصالح حملة الأسهم، من عالم الخيال والوهم إلى عالم الواقع والحقيقة.

لا شك أن أعضاء مجلس الإدارة الحريصين على حماية مصالح المسهمين يمثلون حاجة ماسة ليس فقط من أجل معالجة مشكلات تعويضات المديرين، وإنما أيضاً من أجل معالجة المشكلات المتعلقة بحوكمة الشركة، التي لن تختفي عن الوجود حتى لو وقعنا على حل مثالي لترتيبات التعويضات. وعلى سبيل المثال فإن وجود أعضاء في مجلس الإدارة حريصين على مصالح حملة الأسهم يمثل عاملاً أساسياً من عوامل تحديد درجة ثقتنا بالمجلس وإمكانية الاعتماد عليه في منع المديرين من الوقوع في غواية التوسع الإمبراطوري أو منعهم من الوقوف في وجه بعض مشروعات الشراكة التي تعد بمكاسب ملموسة لحملة الأسهم. إن الأساس الذي يقوم عليه نظامنا الرقابي، الذي يعتمد على مجلس الإدارة كهيئة رقابية عليا تتابع بعين المراقب سياسات الجهاز التنفيذي، إنما يكمن في وجود أعضاء مي المجلس يقومون بانتقاء المديرين، والإشراف على عملهم، وتحديد تعويضاتهم واضعين في ذلك كله مصالح حملة الأسهم نصب أعينهم. ويمكن القول: إن قدرة حملة الأسهم على وضع ثقتهم في فريق نزيه من أعضاء مجلس الإدارة تمثل نقطة الارتكاز التي يقوم عليها هذا النظام.

والسؤال المهم في هذه الحالة هو: كيف لنا أن ندفع أعضاء مجلس الإدارة إلى مزيد من الحرص ومزيد من التركيز على مصالح حملة الأسهم. والسبيل الأنجع إلى تحقيق ذلك إنما يكمن بتقديرنا في إحداث تغيير في موازين القوى بين مجلس الإدارة من جهة وحملة الأسهم من جهة أخرى. وسنستعرض فيما يلي الخطوط العريضة للإصلاح الإداري المطلوب مع الإشارة إلى إمكانية الخوض في مزيد من التفاصيل في أعمال أخرى[1].

حدود استقلالية عضو مجلس الإدارة

الطريقة الأساسية التي انتهجها نظام حوكمة الشركات أخيراً للرد على ما اصطدم به من مشكلات إدارية تجسدت في العمل على تعزيز استقلالية مجلس الإدارة. لقد سعت الإصلاحات الأخيرة إلى إكساب الأعضاء المستقلين -بموجب التسمية- في مجلس الإدارة مزيداً من الاستقلالية الفعلية من جهة، وتوسيع حضور الأعضاء المستقلين وتعميق دورهم في مجلس الإدارة من جهة ثانية. والواقع أن الاعتقاد السائد اليوم يقول: إن تعزيز استقلالية أعضاء مجلس الإدارة هو المفتاح الحقيقي لضمان فاعلية النموذج الرقابي الذي يعتمد

المجلس كهيئة رقابية عليا تراقب سير العمل في الشركة. والكثيرون يعتقدون بأن زيادة استقلالية أعضاء المجلس من شأنها أن تحمي الشركات في المستقبل من مختلف أشكال مشكلات الحوكمة، وهم في ذلك يجهدون في إرجاع مشكلات الماضي إلى نقص في استقلالية مجالس الإدارة.

وكما سبق أن ناقشنا في الفصل 2، فإن أسواق الأوراق المالية قد تبنت في العام 2003، معايير تسجيل تفرض على الشركات المسجلة أن تكون الأغلبية في مجالس إدارتها للأعضاء المستقلين، وتتضمن تضييقاً واضحاً لتعريف الأعضاء المستقلين، كما تقتضي أيضاً أن تكون لجان التعويضات ولجان الترشيح مكونة حصراً من الأعضاء المستقلين. وقد دأب أنصار سلطة الجهاز التنفيذي على استخدام تلك الإصلاحات كقاعدة ينطلقون منها في حملاتهم الرامية إلى التأكيد على عدم وجود أي ضرورة لمزيد من التغيير[2]. ووفقاً لرؤية هؤلاء فإن تلك الإصلاحات، حتى لو سلمنا بأن النموذج الرسمي لرقابة مجلس الإدارة على الجهاز التنفيذي لم يعمل بالشكل المطلوب في الماضي، كفيلة بمعالجة مختلف المسائل المتعلقة بفاعلية آلية صنع القرار في المجلس. فالقواعد الجديدة تعزز من استقلالية المجلس، وذلك هو جلّ ما تحتاجه الشركة.

أما رؤيتنا فتقول: إن الإصلاحات الأخيرة قد تحمل العديد من المكاسب، ولكن ليس هنالك ما يبرر بالفعل ذلك القدر من الرضى والتفاؤل. فالقواعد الجديدة وما يرافقها من اهتمام متزايد باستقلالية أعضاء المجلس لا يمكنها أن تقدم بحد ذاتها ضمانة حقيقية على أن المجلس سوف يؤدي بالفعل ذلك الدور الحساس المطلوب منه وبالدرجة المطلوبة من الكفاءة والنزاهة. إن القواعد المتعلقة باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة لا يمكنها أن تقدم على أرض الواقع ما قد يقارب توقعات ومزاعم أنصار تلك الإصلاحات المتحمسين.

هناك بوادر عديدة تدعو إلى التشكيك في حجم ما يمكن أن تقدمه القواعد التي تعزز من اشتراط استقلالية أعضاء المجلس. من الواضح أن تلك القواعد من شأنها أن تقصي أفراداً معينين عن عضوية مجلس الإدارة في شركة معينة، لكن أعداداً هائلة من الأشخاص الآخرين سوف تظل ضمن دائرة المرشحين لدخول المجلس بوصفهم أعضاء مستقلين.

وشـروط الاستقلاليـة تلك لا تقدم حـلاً للسؤال المهم عـن آلية انتقاء قلة قليلـة من أولئك الأشخاص من بـين كتلة هائلة من المرشحين «المستقلـين». وبالإضافة إلى ذلك فإن شروط الاستقلاليـة، وبالرغم من أنها قـد تنجح في وضع حد لبعض أشكال تأثير الجهاز التنفيذي علـى بعض أعضــاء مجلس الإدارة، لا تمثل بحـد ذاتها أي ضمانة حقيقيـة لالتزام أعضاء مجلس الإدارة حماية مصالح حملة الأسهم.

جميـع الشركات تقدّر على العمـوم، لدى ملء شاغر ما في أي مـن المواقع المتقدمة، أهمية اختيـار الرجل المناسب وتزويده بالحوافـز المناسبة. والحقيقة أنه ليس هناك على الإطلاق ما يبرر عدم تطبيق المعايير ذاتها في حالة أعضاء مجلس الإدارة، ولا سيما إذا ما أخذنا بالحسبان حساسيـة الدور الـذي يضطلعون به. ولما كانت استقلالية أعضــاء مجلس الإدارة لا تقدم بحد ذاتها ضمانة كافية للانتقاء الموفق ولا للحوافز المناسبة، فإن الأمر يبدو مقلقاً حقاً.

مـن أهـم العوامل التي تحـد من أهمية قواعـد استقلالية أعضاء مجلـس الإدارة أن تلك القواعد لا تقدم لأعضاء المجلس أي حوافز حقيقية للاهتمام بتحسين قيمة رأس المال المسهم. ولـمـا كانـت تلك القواعد تقلل فقط من دوافـع أعضاء المجلس ونزعاتهـم لمحاباة المديرين ولا تلغيهـا كلياً، فإن البقية الباقية من تلك الدوافع والنزعات قد يكون لها أثر فادح في ظل غياب الدوافع المضادة التي تدفع أعضاء المجلس إلى الحرص على تحسين قيمة رأس المال المسهم.

كمـا سبـق أن ناقشنا في الفصل 2، فـإن الإصلاحات الأخيرة لا تقوى علـى إلغاء العوامل الكثـيرة التي تدفع بأعضاء مجلـس الإدارة إلى محاباة المديرين. وأول ما ينبغي ذكره في هذا السيـاق أن تلـك الإصلاحات لم تغير شيئـاً من الواقع الذي يقول: إن مفتـاح إعادة الانتخاب لعضويـة المجلس إنما يكمن التمسك بموقع علـى قائمة مرشحي الشركة. قد لا يتسنى للمدير العـام وحلفائـه في المجلـس التحكم على نحو كلـي في ترشيحات المجلس، لكـن الحفاظ على صلات طيبة مع ذلك الفريق يزيد على الغالب من احتمال الفوز بعضوية جديدة في المجلس.

وبالإضافـة إلى ذلك، وعلى الرغم من أن الإصلاحـات الأخيرة تجهد في تقليص قدرة المديريـن على مكافأة أعضاء مجلس الإدارة، إلا أنهـا لا تقوى على تقويضها على نحو كلي. وفي الحقيقة لن يكون من السهل منع المدير العام من مكافأة أعضاء المجلس طالما أنه يملك

بعض التأثير في تعويضاتهم من جهة، وطالما أن أبواب الدخول إلى عضوية المجلس مفتوحة في وجه فئة كبيرة من الأشخاص الذين قد تتأثر مصالحهم الاقتصادية -أثناء وجودهم بين أعضاء المجلس أو بعد ذلك- بالقرارات التي يتخذها المدير العام والمسالك التي يسلكها من جهة ثانية.

أخيراً، حتى لو سلمنا بقدرة الإصلاحات على إلغاء سلطة المدير العام فيما يخص مكافأة أعضاء مجلس الإدارة، فإن هؤلاء سيظلون عرضة لمؤثرات نفسية واجتماعية كثيرة تدفع بهم إلى الحفاظ على علاقات طيبة مع المدير العام. وحيث إن أعضاء مجلس الإدارة مدعوون للعمل في جو من التعاون يشعر فيه واحدهم بانتمائه إلى فريق يقوده في كثير من الشؤون المدير العام عينه، فإنهم سيميلون بطبيعة الحال إلى مسايرة رغبات المدير العام وتوجهاته أكثر من ميلهم إلى معارضة تلك الرغبات والتوجهات. والإصلاحات الأخيرة لا تقدم إلا القليل مما قد يدعو أعضاء مجلس الإدارة إلى التصرف بما يتناقض مع ميلهم الطبيعي إلى تجنب حالات النزاع مع زميلهم ورئيسهم المدير العام.

إن هذه النقطة الأخيرة تستحق أن نقف قليلاً عندها: إنها تعني فيما تعنيه أن اختزال قدرة المديرين على مكافأة أعضاء مجلس الإدارة -دون إعطاء هؤلاء حوافز إيجابية تدفع بهم إلى الحرص على مصالح حملة الأسهم- قد لا تكون كافية لدفع أعضاء المجلس إلى تركيز اهتمامهم على قيمة رأس المال المسهم. وحيث إن معظم أعضاء مجلس الإدارة لا يملكون إلا نزراً يسيراً من أسهم الشركة فإن الخسارة الشخصية المباشرة التي قد تترتب على منح المديرين تعويضات سخية وهامش حرية واسع في توجيه دفة الشركة، لن تبلغ في الغالب أي حدود تستحق الذكر. ولذلك فإن الدوافع الاقتصادية أو حتى الروابط الاجتماعية التقليدية مهما بلغت من الضعف قد تكون كافية لإمالة أعضاء مجلس الإدارة إلى جانب المديرين.

إن التحليل الذي أوردناه آنفاً من شأنه أن يوضح حدود ما يمكن أن نأمله من شروط الاستقلالية الجديدة. إن أعضاء مجلس الإدارة الذين يفتقرون إلى الحوافز القوية التي تحثهم على خدمة مصالح حملة الأسهم لن يكون من السهل عليهم أن يحافظوا على

استقلاليتهم عن المديرين. وجدير بالملاحظة على أي حال أنه حتى لو نجحنا في عزل أعضاء مجلس الإدارة عزلاً تاماً عن تأثير الجهاز التنفيذي، فإن غياب تلك الحوافز سيترك بالرغم من ذلك العزل أثراً سلبياً يضر بمصالح حملة الأسهم.

دعونا نتأمل السيناريو الافتراضي القائم على مجلس إدارة مكون على نحو أساسي من أعضاء مستقلين ليست لديهم أي دوافع أو ميول للمحافظة على علاقات طيبة مع المدير العام. ولنفترض أن فريقاً من أولئك الأعضاء قد تمكن على نحو أو بآخر من بسط سيطرته على المجلس ولجانه، وبات بفضل إحكام قبضته على مفاصل الشركة، قادراً على أن يحمي نفوذه وبقاءه حماية ذاتية. ولنفترض أيضاً أن مكافآت المدير العام لا تقوى البتَّة على تحريك أي من أعضاء ذلك الفريق. من الواضح أن أعضاء مجلس الإدارة في هذا السيناريو الافتراضي لن يعملوا على خدمة مصالح المديرين. غير أنهم، في ظل غياب الحوافز الكفيلة بإمالتهم نحو حملة الأسهم، لن يخدموا أيضاً مصالح حملة الأسهم بالرغم من استقلاليتهم التامة عن المديرين. وهم في الغالب سوف يسعون والحالة هذه وراء مصالحهم وميولهم الشخصية – ربما عبر تعيين المديرين وفقاً لأهوائهم الشخصية، أو عبر زيادة تعويضات أعضاء المجلس، أو عبر توسيع نفوذهم أو عبر دفع الشركة نحو الاستثمار في مشروعات تتفق مع أهوائهم الشخصية. وباختصار يمكن القول: إن حملة الأسهم سيظل لديهم الكثير من بواعث القلق، طالما أن أعضاء مجلس الإدارة لم يحصلوا على الحوافز الحقيقية التي تدفعهم إلى الحرص على تعظيم قيمة رأس المال المسهم.

برامج تعويضات أعضاء مجلس الإدارة

اعتمدت الشركات حقوق الملكية مدة من الزمن كوجه من وجوه تعويضات أعضاء مجلس الإدارة، وقد نادى العديد من المراقبين بتكثيف الاعتماد على التعويضات القائمة على حقوق الملكية فيما يخص أجور أعضاء المجلس[3]. ولكن هل تستطيع تعويضات حقوق الملكية حقاً، ربما بالتزامن مع بعض الزيادة في حجم الأسهم المتضمنة، أن تنجح في تزويد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين بالقدر المطلوب من الحوافز الايجابية لدفعهم إلى التركيز على مصالح حملة الأسهم؟

إذا ما بقيت تعويضات عضو مجلس الإدارة ضمن حدودها فإن الخسارة المالية التي تترتب على أعضاء المجلس بفعل العديد من الإجراءات المخفضة لقيمة رأس المال (وإن لم يكن جميعها) سوف تبقى صغيرة حتى لو افترضنا أن جزءاً كبيراً أو الجزء الأكبر من تعويضاتهم كانت تقوم على حقوق الملكية. لنتأمل برنامج تعويضات يقدم لأعضاء مجلس الإدارة مكافآت سنوية على شكل أسهم مقيدة بقيمة 100,000$. ولنفرض أن أحد الأعضاء قد جمّع من الأسهم ما قيمته 300,000$. لا شك في أن امتلاك هذا القدر من أهم الشركة يزود أعضاء المجلس بدوافع قوية لمعارضة خطة عمل يطمح إليها المدير العام إذا كان من شأن تلك الخطة أن تقود إلى تراجع كبير قد يصل إلى 50 بالمئة في قيمة الأسهم التي يمتلكها المسهمون (وكذلك أعضاء المجلس) ولكن إذا ما كان الأمر يتعلق بأحد ترتيبات التعويضات أو بواحد من المشروعات المحببة إلى قلب المدير العام التي من شأنها أن تقود إلى تراجع في قيمة رأس المال المسهم بنسبة 1 أو 2 بالمئة، فإن الحافز على الدخول في سجال مع المدير لن يكون قوياً. وفي مثل هذه الحالة فإن مواجهة المدير لن ترفع قيمة ممتلكات عضو المجلس بأكثر من قيمة الأجر الذي تقدمه له الشركة لقاء مشاركته في اجتماع للمجلس أو لإحدى اللجان المنبثقة عنه.

إن تزويد أعضاء مجلس الإدارة بحوافز حقيقية قائمة على حقوق الملكية يتطلب قبل كل شيء زيادة كبيرة في حجم التعويضات التي يتقاضونها لقاء خدماتهم في المجلس. غير أن زيادة حجم تعويضات حقوق الملكية المقدمة لأعضاء المجلس قد تحمل بين طياتها آثاراً سلبية غير مقصودة. فكلما كان حجم تعويضات أعضاء مجلس الإدارة أكبر، ازدادت بالمقابل رغبة أحدهم في الحفاظ على مقعده في الانتخابات القادمة. ولذلك فإن تضخيم التعويضات قد يدفع أعضاء المجلس إلى التركيز ليس على المسألة المهمة والصعبة الماثلة في تعظيم قيمة رأس المال المسهم، وإنما على مسألة الحفاظ على كراسيهم في المجلس والتمتع بساقية التعويضات المتدفقة التي تنبع من تلك الكراسي، وكذلك أيضاً زيادة فرص الحصول على عضوية إضافية (باتت الآن أكثر جاذبية) في مجالس أخرى. وحيث إن تعيينات المجلس لا تتأثر كثيراً بأهواء حملة الأسهم وإنما بأهواء لجان الترشيح، فإن ازدياد الاهتمام بالحفاظ على الكرسي أمر مختلف عن ازدياد الاهتمام بتعظيم قيمة رأس المال المسهم. وفضلاً عن ذلك فإن أعضاء المجلس المستقلين إذا ما تضخمت أجورهم على نحو كبير سوف ينشغلون على الأرجح بإيجاد

السبل لتثبيت وشرعنة الزيادة المطردة في عدد ما يملكونه من الخيارات والأسهم أكثر كثيراً من انشغالهم بسبل تحسين قيمة السهم الواحد من أسهم رأس مال الشركة.

إن هــذه النقطــة الأخــيرة تميط اللثام عــن واحدة مــن الصعوبات الجذريــة التي تلف محاولــة حل المشكلة المتعلقة بحوافز أعضاء مجلــس الإدارة عبر برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية. إن النظرة الأولى قد تقود المرء إلى الاعتقاد بأن تلك البرامج من شأنها أن تحقــق الانسجام المطلوب بين مصالــح أعضاء المجلس ومصالح حملة الأسهم، وأن تدفع بالمجلس إلى تنفيذ مهامه الرقابية بالشكل المطلوب، وكذلك أيضاً وعلى وجه الخصوص، إلى التفاوض مع المديرين على مطال ذراعه بكل مهنية وموضوعية واضعاً نصب عينيه مصالح حملــة الأسهم ولا شيء سواها. غير أن إمعــان النظر في الأمر يبين أن معالجة المشكلة بهذا الشــكل إنما تمثل ببساطة استنساخاً للمشكلة الأصليــة التي بدأنا منها والمتعلقة بتعويضات المديرين، ولكن هذه المرة على مستوى أعضاء مجلس الإدارة.

مــن وجهة نظــر التفاوض على مطال الذراع تعد تعويضــات المديرين أداة لمعالجة مشكلة التوكيل القائمة بين المديرين وحملة الأسهم. تقول تلك الرؤية: إن من الممكن توجيه مصالح المديرين بحيث تنطبق على مصالح حملة الأسهم، وذلك عبر برامج التعويضات المحفزة التي تدفــع بالمديرين إلى استخدام صلاحياتهم بالشــكل الذي يخدم مصالح حملة الأسهم. لكن المشكلة تكمن، كما سبق أن رأينا، في الحاجة إلى طرف آخر غير المديرين أنفسهم، يطالعنا برزمــة الأجور والتعويضات المناسبة. وهناك الكثير من الأسباب التي تدعو إلى الاعتقاد بأن أعضاء مجلس الإدارة في توليهم تلك المهمة لم يأبهوا كثيراً لمصالح حملة الأسهم.

هــل يمكننا أن نواجه مشكلــة التوكيل الجديدة هذه بين أعضاء مجلــس الإدارة من جهة وحملة الأسهم من جهة ثانية، بأن نقدم لأعضاء المجلس أنفسهم برامج أجور مدروسة بعناية قوامهــا التعويضــات القائمة علــى حقوق الملكية؟ حســنٌ، نحن بحاجــة إذاً إلى طرف جديد نعتمــد عليه في تصميــم التعويضات المحفِّــزة لأعضاء مجلس الإدارة. إن مــن يقوم بتحديد تعويضات أعضاء مجلس الإدارة حالياً هم أعضاء المجلس أنفسهم. وطالما أن أعضاء المجلس يمسكــون بزمام تعويضاتهم بأنفسهم فإن شرعنة تقــديم التعويضات الضخمة القائمة على

حقوق الملكية لن تضع حداً لمشكلة التوكيل التي تحكم العلاقة بين المجلس وحملة الأسهم، بل إنها قد تقود إلى تأزيم تلك المشكلة. في ظل هذه الظروف يمكن القول إن نزوع أعضاء المجلس إلى العمل على تضخيم قيمة تعويضاتهم من شأنه أن يؤثر بصورة سلبية على أدائهم.

هل علينا والحالة هذه أن نبحث عن مجموعة جديدة من الخبراء المستقلين لتشكيل مجلس جديد نسميه «مجلس الإدارة العالي» ونوكل إليه مهمة تحديد تعويضات أعضاء مجلس الإدارة المستقلين؟ وكي نضمن أن أعضاء مجلس الإدارة العالي سوف يوظفون صلاحياتهم لخدمة مصالح حملة الأسهم، علينا أن نقدم لهم أيضاً برامج حوافز من صنع «مجلس الإدارة الأعلى»، وهكذا. إن عبثية هذه السلسلة المفتوحة إلى ما نهاية بادية للعيان، وهي توضح أيضاً المشكلة الأساسية لمختلف الحلول القائمة على اعتبار استقلالية أعضاء المجلس بحد ذاتها مفتاحاً للحل: فالاستقلالية، حتى إن اقترنت ببرامج الحوافز، لا يمكنها أن تضمن حماية مصالح حملة الأسهم، إلا إذا كان هناك آلية ما في نهاية السلسلة تجعل مهندسي برامج الحوافز طرفاً محسوباً على نحو أو بآخر على حملة الأسهم أو مسؤولاً أمامهم. هذه النقطة الأساسية تسلط الضوء على أهمية تمتين الربط بين أعضاء مجلس الإدارة وحملة الأسهم.

ربط أعضاء مجلس الإدارة بحملة الأسهم

مشكلة الحلول التي تركز على استقلالية أعضاء المجلس أنها لا تقدم بحد ذاتها ما من شأنه كسر جدار العزل الذي يفصل أعضاء المجلس عن حملة الأسهم. لما كان انتخاب أعضاء المجلس وتحديد تعويضاتهم من المهام المحصورة كلياً في دوائر المجلس ذاته، إذا ما سلّمنا باستقلالها عن تأثير الجهاز التنفيذي في الشركة، فإن نظام الحوكمة هذا يفتقر إلى المرساة التي تضمن أن تأتي قرارات مجلس الإدارة جميعها قريبة من سفينة مصالح حملة الأسهم.

ومن وجهة نظرنا فإن السبيل الأنجع لتطوير أداء مجلس الإدارة إنما يكون عبر زيادة نفوذ حملة الأسهم على حساب أعضاء مجلس الإدارة. علينا أن نجعل أعضاء المجلس ليس فقط أكثر استقلالية عن الجهاز التنفيذي ولكن أيضاً أقل استقلالية عن حملة الأسهم.

والشق الثاني من هذه العبارة هو تحديداً ما من شأنه أن يزود أعضاء المجلس بحوافز أكثر فاعلية وقوة لخدمة مصالح حملة الأسهم.

وعلى الرغم من أن التبعية المطلوبة لحملة الأسهم يمكن إرساؤها عبر إعطاء هؤلاء دوراً رئيساً في تحديد تعويضات أعضاء المجلس، فإننا نود أن نركز اهتمامنا هنا على مسألة إعطاء حملة الأسهم دوراً أكبر فيما يخص تعيين أو إعادة تعيين أعضاء مجلس الإدارة. ينبغي استبدال النظام الحالي الذي يجعل الوصول إلى كرسي المجلس أمراً منوطاً بكسب رضى وصداقة أعضاء المجلس الذين يتفردون بقرارات الترشيح. إن مسألة تعيين أعضاء مجلس الإدارة ينبغي أن تتبع على نحو جذري -على صعيد التطبيق العملي وليس فقط على صعيد النظريات- لصلاحيات حملة الأسهم أنفسهم.

إن إكساب أعضاء مجلس الإدارة شيئاً من التبعية لحملة الأسهم من شأنه أن يصنع حداً لأثر بعض العوامل التي تدفع أعضاء المجلس إلى السعي وراء مصالحهم الشخصية الضيقة أو العمل على خدمة مصالح المديرين بدلاً من الاضطلاع بمهمتهم الحقيقية الماثلة في العمل على خدمة مصالح حملة الأسهم. والتبعية لحملة الأسهم قد تحول رغبة أعضاء المجلس في الحفاظ على مقاعدهم في الدورة الانتخابية القادمة إلى حافز إيجابي بدلاً من كونها مؤثراً سلبياً. كما أن من شأنها أيضاً أن تحفز أعضاء المجلس على بناء سمعة طيبة قوامها الحرص على خدمة مصالح المسهمين. وربما تبعث في نفوس أعضاء المجلس الشعور بواجب الإخلاص لحملة الأسهم، ولا سيما إذا ما مارس المستثمرون المؤسساتيون دوراً فاعلاً في تعيين أعضاء المجلس.

لهذا السبب فإننا نؤيد إزالة جدران العزل التي لا تزال تفصل أعضاء مجلس الإدارة عن حملة الأسهم. ونظراً للصعوبات الكبيرة التي تعترض سبيل العمل الجماعي بين صفوف المسهمين، فإن توسيع سلطة حملة الأسهم على حساب سلطة أعضاء مجلس الإدارة يصعب أن يقدم حلاً مثالياً. غير أن التحرك في هذا الاتجاه يملك طاقات كامنة كبيرة من شأنها أن تساعد على تطوير حوافز المجلس وتحسين أدائه.

أسطورة انتخابات مجالس إدارة الشركات

تحتل قدرة حملة الأسهم على استبدال مجلس الإدارة موقعاً حساساً بين عناصر الصورة الرائجة لنظام إدارة الشركات الحالي. وعلى الرغم من أن صلاحيات المسهمين

تلك ليس من المفترض أن تجد طريقها إلى الاستخدام على نحو منتظم، فإن الكثيرين يرون فيها صمام الأمان الذي يحمي النظام من خطر الانفجار. «إذا كان حملة الأسهم غير راضين عن أداء ممثليهم، فإن ديمقراطية الشركات تعطيهم كل الحق في عزل مجلس الإدارة»[4]. هذا ما أكدته محكمة ديلاوير العليا في حكمها الشهير في قضية شركة يونوكال ميزا بتروليوم.

غير أن الواقع يقول: إن صمام الأمان هذا أقرب إلى الأسطورة منه إلى الحقيقة. إن محاولات المسهمين استبدال بعض من طاقم الإدارة بفريق آخر ينتظر منه أن يقدم أداء أفضل -الآلية التي أشار إليها حكم محكمة ديلاوير العليا في قضية يونوكال- أكثر ندرة كثيراً مما تفضي به الصورة السائدة لنظام الشركات الحالي.

وقد جرى توثيق ندرة التغييرات الانتخابية في دراسة حديثة قام بها أخيراً واحد من مؤلفي الكتاب[5]. أثناء مدة امتدت على سبع سنوات من 1996، إلى 2002، لم نشهد معارك انتخابية لتحديد إدارة جديدة إلا في 80 شركة فقط من بين آلاف الشركات المسهمة العامة.[6] وفضلاً عن ذلك فإن معظم تلك الشركات التي شهدت معارك انتخابية كانت من الشركات الصغيرة، عشر منها فقط تجاوز رأس مالها في السوق في العام الذي دارت فيه رحى المعركة الانتخابية على إدارة الشركة قيمة 200 مليون $. وهكذا فإن حدوث معارك انتخابية في الشركات الكبيرة التي يتجاوز رأس مالها في السوق 200 مليون $ كان نادراً إلى حد الإهمال - أقل من حادثتين في السنة وسطياً.

هذا يعني أن صمام الأمان المزعوم، الذي يتمثل في إمكانية عزل أعضاء المجلس واستبدالهم عبر صناديق الاقتراع -والذي ينظر إليه على أنه يمثل ركناً أساسياً من أركان نظام حوكمة الشركات الحالي- كان معظم الوقت معطلاً أو على الأقل خارج الخدمة. إن خطر التجريد من عضوية المجلس عبر معركة انتخابية أبعد كثيراً من أن يقدم حافزاً قوياً يدفع أعضاء مجلس الإدارة إلى التركيز كلياً على مصالح حملة الأسهم.

لا شك في أنه من الصعب أن نحدد بدقة المعدل المثالي لحدوث تغييرات انتخابية - المعدل الذي يضمن تزويد أعضاء المجلس بالحوافز المطلوبة دون أن يرتب على الشركة تكاليف باهظة. لكن هناك أسباب منطقية كثيرة تبرر الاعتقاد بأن ذلك المعدل المثالي

لا يمكـن أن يكـون قريباً من الصفـر. ومن هنا فإن مسوغات الدعـوة إلى إصلاحات تعطي التهديد الانتخابي بعداً واقعياً عديدة وقوية.

تفعيل انتخابات مجالس الإدارة في الشركات

خطوة صغيرة من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية تتعرض لنيران المديرين

تنظر هيئة الأوراق والأسواق المالية الآن في إقرار قاعدة قانونية من شأنها أن تخفض في حـالات معينـة سوية الحواجز التي تعترض طريق التحديات الانتخابيـة وتبعد شبحها عن أعضاء مجالس الإدارة. تهدف هذه القاعدة إلى إفساح المجال لحملة الأسهم، ضمن بعض الظـروف الخاصة، لتقـديم مرشحيهم للمنافسة عبر صناديق الاقـتراع على عدد قليل من مقاعد المجلس. وعلى الرغم من أن الأثر الفعلي لتلك القاعدة سيكون على الأرجح محدوداً جـداً، فقد لقيت سلفـاً معارضة شديدة من قبـل تكتلات المديرين. وعلـى سبيل المثال فإن تجمـع المديرين العامين في الشركات الكـبرى والذي يحمل اسم طاولـة الأعمال المستديرة ويتمتع بنفوذ واسع، قد شن هجوماً عنيفاً على القاعدة القانونية المقترحة[7].

هنـاك جوانـب عديدة في القاعـدة المقترحة تجعل منها مجرد خطـوة أولى خجولة نحو تفعيـل دور التحديـات الانتخابية. أولاً: إن سيناريو التدخـل المباشر المقترح لن يبصر النور إلا إذا سبقه أثناء الاجتماع السنوي الأخير حدث يطلق شرارة البدء يشير إلى استياء واسع بـين صفوف حملة الأسهـم. والأحداث المخولة بإطلاق شرارة البدء، وفق ما جاء في مشروع القاعدة القانونية، هي تصويت بغالبية الأصوات لصالح مقترح مقدم من أحد حملة الأسهم يطالـب بفتح باب التدخل أمام حملة الأسهـم، أو تأييد بنسبة 35 بالمئة لاقتراح حجب الثقة عـن أحد أعضاء المجلس. وحتى في حالة توفر أحـد هذين الشرطين وفتح الباب أمام حملة الأسهم للتوجه إلى صناديق الاقتراع، فإنهم لن يكونوا قادرين على تسمية مرشحيهم ما لم يحققوا شروط امتلاك وحيازة قدر كبير من أسهم رأس مال الشركة.

وبالإضافـة إلى ذلك فإن على أولئك المسهمين (أو مجموعات المسهمين) إذا ما حصلوا علـى حق تسميـة مرشحهم للانتخابات أن يتحملـوا تكاليف حملتهـم الانتخابية بأنفسهم، حتى لو كتب لهم الفوز في معركتهم الانتخابية، بينما تغطي الشركة كامل تكاليف الحملات

الانتخابية للمرشحين المنافسين الذي تم ترشيحهم من قبل أصحاب المناصب في الشركة. وهذا التضييق المالي من شأنه أن يثبط العزائم ويقلل من تواتر التحديات الانتخابية من جهة، وأن يضعف أيضاً فرصة نجاح المحاولات القليلة التي تصل إلى صناديق الاقتراع من جهة ثانية[8]. إن حرمان تلك التحديات الانتخابية من التغطية المالية يحكم عليها بمواجهة صعوبات مالية قاهرة.

وأخيراً فإن القاعدة القانونية المقترحة تقدم عدداً قليلاً فقط من مقاعد المجلس للمرشحين الذين دخلوا المعركة الانتخابية على يد حملة الأسهم وتمكنوا من الفوز بأغلبية الأصوات. يحدد عدد المشاركين في العملية الانتخابية من بين مرشحي المسهمين بواحد فقط في حالة المجلس الذي لا يتجاوز عدد مقاعده التسعة، واثنين فقط في حالة المجلس الذي يضم 10 إلى 19 مقعداً.

وهكذا فإن حملة الأسهم المستاءين من أداء أعضاء المجلس عليهم (1) أن يعملوا على جمع التأييد اللازم من قبل زملائهم من المسهمين، الذين تغلب عليهم صفة الحيادية، لتحقيق واحد من شروط إطلاق شرارة البدء، (2) أن ينتظروا موعد الانتخابات القادمة، (3) أن يحققوا شروط امتلاك وحيازة القدر اللازم من الأسهم لتسمية مرشحهم، (4) أن يتحملوا تكاليف إقناع المسهمين الآخرين بالتصويت لمرشحيهم في مواجهة غير المتكافئة مع أعضاء المجلس الذين يتلقون الدعم المالي الكامل لحملاتهم الانتخابية من الشركة ذاتها، (5) أن يفوزا بأغلبية الأصوات لصالح مرشحيهم. وإذا ما كتب لهم النجاح في جميع مراحل تلك الرحلة الطويلة والمكلفة، يكونون قد حجزوا لمرشحيهم في نهاية المطاف عدداً قليلاً نسبياً من مقاعد المجلس؛ وهؤلاء الأعضاء الجدد قد ينجحون في كسب بعض النفوذ عبر حضورهم في اجتماعات المجلس، لكنهم سيظلون بعيدين عن دائرة صنع القرارات المهمة.

بالمقابل فإن التغييرات المقترحة، إذا ما نظرنا إليها من منظور الأعضاء الأصلاء في المجلس، لا تمثل تهديداً حقيقياً بالتجريد من عضوية المجلس في حالة الأداء التعيس. إنهم حتى إذا ما واجهوا حالة من الاستياء العام بين صفوف المسهمين، لا يمكن استبدالهم إلا بعد أن يخسروا جولتين من التصويت تفصل بينهما مدة من الزمن لا تقل عن السنة، وبصفتهم أعضاء في المجلس فإنهم سيستفيدون من التسهيلات المالية الكبيرة التي تقدمها لهم الشركة، الأمر الذي يضمن لهم تفوقاً كبيراً على متحديهم من حيث القدرة على

البذل بسخاء في تمويل الحملة الانتخابية في كل من الجولتين. وفي جميع الأحوال فإن خطر الاستبدال وفق هذا السيناريو لن يتهدد سوى نسبة محدودة وصغيرة من مجموع أعضاء المجلس. ولذلك فإن القاعدة القانونية المقترحة ليست قادرة على توليد الضغط اللازم للدفع بأعضاء مجلس الإدارة إلى إيلاء مصالح حملة الأسهم القدر المطلوب من الاهتمام.

ولكن، إذا ما سلمنا بأن القاعدة القانونية المقترحة لا تملك قوة تأثير حقيقية، لماذا إذاً تحولت إلى مادة لنزاع عنيف بين مجموعات المديرين من جهة وبعض المستثمرين المؤسساتيين ونشطاء المسهمين من جهة أخرى؟ إن السبب يكمن على الأرجح في دلالتها المعنوية أكثر منه في آثارها العملية: فهذه القاعدة إذا ما تم إقرارها ستكون خطوة إلى الأمام على طريق تقليص سلطة الجهاز التنفيذي على المجلس الذي يفترض أن يضم ممثلي حملة الأسهم. إننا نؤيد هذه القاعدة القانونية بقوة، لأننا نأمل منها أن تمهد الطريق لخطوات عديدة أخرى في الاتجاه ذاته في المستقبل[9]. غير أن مقترح تدخل حملة الأسهم عبر صناديق الاقتراع والذي لا يزال قيد الدراسة في أروقة هيئة الأوراق والأسواق المالية، لا ينتظر منه بحد ذاته أن يفلح في جعل أعضاء مجلس الإدارة أكثر التصاقاً بحملة الأسهم منهم بالمديرين.

ما الذي ينبغي فعله؟

ما الذي ينبغي فعله إذاً؟ أولاً: ينبغي جعل طريق المسهمين إلى صناديق الاقتراع أسهل كثيراً مما تنص عليه القاعدة المقترحة التي لا تزال قيد الدراسة لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية. عندما ترغب مجموعة كبيرة من المسهمين في إيصال مرشح ما إلى صناديق الاقتراع، فإنه ما من مسوغ على الإطلاق لإرغام هؤلاء المسهمين على تحقيق نصر مؤزر في أحد الانتخابات ومن ثم الانتظار عاماً كاملاً لخوض الانتخاب الثاني. وفي الواقع فإن هذا التأخير المطول قد يرتب على المسهمين في بعض الحالات تكلفة باهظة، ولا سيما عندما يكون تدخل المسهمين قد بات ضرورة لا بد منها نتيجة الأداء السيئ لمجلس الإدارة بتركيبته الراهنة. لذلك ينبغي في جميع انتخابات مجالس الإدارة تمهيد الطريق إلى صناديق الاقتراع أمام أي مجموعة من المسهمين شريطة تحقيق شروط عتبة الامتلاك والحيازة المحددة (ولنقل امتلاك 5 بالمئة من الأسهم لمدة لا تقل عن سنة قبل موعد الانتخابات).

وبالإضافة إلى ذلك فإن تدخل حملة الأسهم ينبغي ألا يظل محدوداً ضمن محاولات إطلاق الانتخابات التي تقتصر على قوائم قصيرة لا تشكل إلا جزءاً صغيراً من مقاعد المجلس. ينبغي أن يتمتع حملة الأسهم الذين يحققون شروط العتبة بالحق في المشاركة بالعملية الانتخابية بقوائم موسعة من شأنها أن تستبدل جميع أعضاء المجلس الحالي أو قسماً كبيراً منهم. إن التهديد الذي تحمله التحديات الانتخابية التي تطرح قوائم طويلة من هذا النوع من شأنه أن يبعث في نفوس أعضاء المجلس الراهن شعوراً جدياً بالمسؤولية تجاه مصالح حملة الأسهم. وبطبيعة الحال فإن نجاح تحدٍّ انتخابي من هذا النوع من شأنه أن يكون له أثر أعمق على الشركة وعلى مصالح مسهميها من تحدٍّ انتخابي يقتصر على قائمة قصيرة. وهكذا فإن القوائم الانتخابية الطويلة سوف تقتضي بالضرورة توسيع دائرة العمل الإعلامي الذي يمثل جزءاً مهماً من المعركة الانتخابية. لكن إذا ما أخذنا بالحسبان ندرة التحديات الانتخابية التي لا تندرج ضمن إطار الاستيلاء العدواني، فإن خفض سوية العوائق التي تحول دون تحديات القوائم الطويلة سيكون تطوراً إيجابياً من منظور المصالح العليا للشركة.

وفضلاً عن تمهيد الطريق أمام حملة الأسهم للوصول إلى صناديق الاقتراع فإن هناك جملة من التدابير الأخرى التي ينبغي اتخاذها بغية تعزيز الخطر الانتخابي الذي يتهدد أعضاء المجلس. إن القواعد المعمول بها بموجب قانون الشركات الحالي تؤمن لأعضاء المجلس تغطية مالية كاملة للحملات الانتخابية التي يقومون بها بهدف الحفاظ على مقاعدهم – وهي بذلك تعطيهم دفعاً كبيراً إلى الأمام في سباقهم غير المتكافئ مع المرشحين الخارجيين المحكوم عليهم بتمويل حملاتهم ذاتياً. ينبغي في أحكام القانون أن تعمل على التخفيف من حدة العقبات المالية التي تعترض سبيل التحديات الانتخابية وذلك عبر تحميل الشركات مسؤولية توزيع المواد الانتخابية اللازمة للتعريف ببرامج المرشحين المستقلين الذين نجحوا في الحصول على قدر كاف من التأييد في الجولة الابتدائية ويرغبون في تعريف الناخبين ببرنامجهم على نحو أفضل. وبالإضافة إلى ذلك ينبغي إلزام الشركات أيضاً بتعويض جزء كبير من التكاليف التي تحمّلها المرشحون المستقلون شريطة أن ينجح واحدهم في جمع قدر معين من الأصوات في الانتخابات النهائية.

تلك التدابير قد تواجه بالطبع بعض المعارضة على أرضية ما يترتب عليها من تكاليف على حساب حملة الأسهم. غير أن تحقيق تطوير حقيقي على صعيد العملية الانتخابية في الشركات يصب في نهاية المطاف في مصلحة الشركات والمسهمين على حد سواء. والتدابير المقترحة لا ترمي إلى تبديد موارد الشركة في خدمة مرشحين عبثيين لا يحظون بالحد الأدنى من التأييد ولا يملكون أي فرصة حقيقية للفوز؛ بل إن الأموال المحدودة التي ستصرفها الشركات في دعم التحديات الانتخابية الجدية ستكون ثمناً زهيداً لإنجاز كبير على صعيد تطوير نظام حوكمة الشركات.

يتمتع أعضاء مجالس الإدارة حالياً بحصانة مضاعفة ضد خطر الاستبعاد عن المجلس، ليس فقط عبر التكاليف الباهظة التي تتهدد منافسيهم إذا ما أرادوا الوصول لمجالس الإدارة بقائمة بديلة إلى صناديق الاقتراع، وإنما أيضاً عبر البنية المراحلية لمجالس الإدارة في الكثير من الشركات. في مجلس الإدارة ذي البنية المراحلية يجري الاقتراع في الانتخابات الدورية كل عام على ثلث مقاعد المجلس فقط. وكنتيجة مباشرة يمكن القول: إن حملة الأسهم، وبصرف النظر عن درجة استيائهم من أداء المجلس، يجب أن يحسموا الانتخابات لصالح مرشحيهم على مدى عامين اثنين إذا ما أرادوا استبدال غالبية أعضاء المجلس وسحب مقاليد التحكم بالمجلس من يد الإدارة الحالية. تجدر الإشارة إلى أن غالبية الشركات المسهمة العامة تعتمد اليوم ترتيبات من هذا القبيل فيما يخص بنية مجلس الإدارة.

ومجالس الإدارة ذات البنية المراحلية تؤمن لأعضائها الحصانة والمنعة ليس فقط في مواجهة التحديات الانتخابية، وإنما أيضاً في مواجهة خطر الشراء العدواني لكتلة كبيرة من أسهم شركاتهم. إن قانون الشركات الحالي يسمح لأعضاء مجلس الإدارة بالاحتفاظ بالوسيلة الدفاعية التي تعرف باسم «برشامة السم» وهي عبارة عن بند قانوني يشترط على الراغب في شراء كتلة كبيرة من أسهم الشركة يتم تحديدها في تفاصيل ذلك البند (عادة 10 إلى 20 بالمئة) أن يحصل أولاً على موافقة صريحة من إدارة الشركة. وبالنتيجة فإن الشاري، إذا ما لقيت صفقة الشراء معارضة من قبل غالبية الأعضاء في مجلس الإدارة، لن يتمكن من إتمام شراء القدر الذي يريد من أسهم الشركة إلا إذا ما نجح في تحريك حملة الأسهم للعمل على استبدال أعضاء المجلس بفريق جديد لا يعارض إتمام الصفقة.

وإذا مـا كان المجلس الذي يعارض واحداً من عروض الشـراء المغرية ذا بنية مراحلية، فإن مؤيدي ذلك العرض سيكونون مضطرين إلى الفوز في الانتخابات على مدى عامين متتاليين كي يمهدوا الطريق لقبول العرض - ومن غير المألوف أن يبقى عرض الشراء العدواني هذا قائماً طوال تلك المدة.

إن الـدور السلبي الذي يمارسـه مجلس الإدارة ذو البنية المراحليـة عبر تفويت الفرص على بعض العروض المغرية من شأنه أن يكلف حملة الأسهم غالياً. في دراسة ميدانية حديثة وجدت ألما كوهين، بالتعاون مع واحد من مؤلفي هذا الكتاب، أن الشركات التي يبدي مجلس إدارتهـا بنيـة مراحلية منصوصاً عليهـا في ميثاق الشركة تتميـز بانخفاض واضح في قيمة رأس المال[10]. تقدم تلك الدراسة الإثبات على أن البنية المراحلية لمجلس الإدارة تمثل واحداً مـن مسببات تدني قيمة رأس المـال، وليس فقط انعكاساً لتدني تلـك القيمة. ومن هنا فإن الإصلاحـات القانونية التي تفرض على الشركات طرح مقاعد المجلس جميعها دفعة واحدة للمشاركـة في العملية الانتخابية، أو تشجعهـا على ذلك على الأقل، من شأنها أن تسهم على نحو جدي في حماية مصالح المسهمين.

وضع القواعد

هنـاك سبيل آخر للحـد من استهتـار أعضاء مجلـس الإدارة بمصالح حملـة الأسهم، وهـو إلغاء حـق النقض «الفيتو» الذي يتمتـع به المجلس فيما يخص إدخـال التعديلات على الترتيبات الأساسية في نظام حوكمة الشركة. تتحدد تلك الترتيبات في صيغتها الأصلية إما عـبر قوانين الولاية التي تحتضن مقر تسجيل الشركة، أو عبر ميثاق تأسيس الشركة. ينص قانـون الشركات الحـالي، والذي لم يشهـد أي تعديل بهذا الخصوص منـذ سنوات طويلة، علـى أن المجلس وحده -وليس مجموعات المسهمين، مهما بلغ عديدهم- هو من يملك الحق بتقديم المبادرات حول تغيير صفة تسجيل الشركة أو حول إدخال التعديل إلى ميثاق الشركة وبطرح تلك المبادرات للتصويت عليها من قبل عموم حملة الأسهم.

تعطـي قوانـين الأوراق الماليـة الفيدراليـة حملـة الأسهـم الحـق في صياغـة أفكارهم ومقترحاتهـم على شكل توصيـات تحمل اسم قرارات حملة الأسهـم. لكن تلك القرارات لا

تحمل صفة الإلزام. شهدت السنوات الأخيرة أعداداً متزايدة من المقترحات المقدمة من جماعات المسهمين في شركات يبدي مجلس الإدارة فيها بنية مراحلية، التي تدعو إلى توسيع الانتخابات السنوية لتشمل جميع أعضاء المجلس. غير أن مجالس إدارة الشركات غالباً ما تميل إلى تجاهل مثل تلك المقترحات حتى لو حظيت بأغلبية الأصوات لدى التصويت عليها من قبل حملة الأسهم.

غالباً ما يحاول البعض تسويغ سيطرة أعضاء مجلس الإدارة على أجندة الشركات على قاعدة القول: إنّ نظام الشركات الأمريكية هو نظام قائم كلياً على «ديمقراطية الممثلين» التي تتيح لحملة الأسهم المشاركة في صنع القرار فقط عبر ممثليهم أي أعضاء مجلس الإدارة. من الناحية النظرية إذا كان بمقدور حملة الأسهم أن يستبدلوا أعضاء مجلس الإدارة بسهولة ويسر، فإن ذلك قد يكون كافياً لردع هؤلاء عن الجنوح بعيداً عن رغبات حملة الأسهم وتطلعاتهم فيما يخص القضايا المهمّة والتوجهات الرئيسة للشركة.

غير أن استبدال أعضاء من المجلس، كما سبق أن رأينا، مسألة محفوفة بالكثير من الصعوبات في ظل الترتيبات القانونية الحالية، وسوف تظل صعبة المنال حتى إذا تم إقرار الإصلاحات الانتخابية المقترحة التي مازالت قيد الدراسة في أروقة هيئة الأوراق والأسواق المالية. وفضلاً عن ذلك فربما كان حملة الأسهم راضين عن الأداء العام لإدارة الشركة، لكنهم مع ذلك يرغبون في وضع بعض الضوابط التي تحد من سلطة الإدارة أو تقلص من صلاحياتها في هذا الأمر أو ذاك. ينبغي أن يكون لحملة الأسهم القدرة على إحداث بعض التغيير في الترتيبات الإدارية دون أن يضطروا في ذلك إلى استبدال مجلس الإدارة.

إن عدم قدرة حملة الأسهم على إطلاق مبادرات التغيير والمشاركة في اتخاذ القرار بشأن تغيير أو تعديل بعض الترتيبات الأساسية المتعلقة بنظام حوكمة الشركة، قد أدى مع مرور الزمن إلى انعطاف تلك الترتيبات على نحو واضح في الاتجاه الذي يخدم مصالح الجهاز التنفيذي على حساب مصالح حملة الأسهم. من الطبيعي أن تعمد الشركات، كلما طرأت لديها مسائل أو ظروف جديدة، إلى تبني تعديلات في ميثاقها تفسح المجال لمواجهة تلك المستجدات على نحو أكثر فاعلية، غير أن معظم الشركات في حقيقة الأمر لا تبادر إلى

تبني التعديلات اللازمة إلا إذا لقيت تلك التعديلات الاستحسان لدى إداراتها[11]. ومن جهة أخرى فإن السلطات الحكومية التي تسعى بدورها لاجتذاب مزيد من الشركات إلى ولاياتها للتسجيل في قيودها أو نقل سجلها إليها، لديها بالطبع حساباتها التي تدفعها إلى مراعاة أهواء الجهاز الإداري حتى لو جاء ذلك على حساب مصالح المسهمين[12].

إن إعطاء حملة الأسهم الحق في إطلاق المبادرات والتصويت على المقترحات بشأن تعديل صفة تسجيل الشركة أو إجراء بعد التعديل في ميثاقها، من شأنه أن يحدث بين يوم وليلة تطوراً نوعياً في سوية حوكمة الشركة. وإعطاء المسهمين صلاحية إدخال بعض التعديل على الترتيبات الناظمة لأسلوب الحوكمة من شأنه أن يقلل من الحاجة إلى تدخل الأطراف الخارجية المختلفة كالهيئات الرقابية والتنسيقية والحقوقية وغيرها.

وفي الحقيقة، إذا ما أعطي المسهمون الصلاحيات اللازمة لإرساء القواعد الأساسية التي تحكم نظام حوكمة الشركات، سيكون بمقدورهم توظيف تلك الصلاحيات لمعالجة العديد من المشكلات التي أتينا على مناقشتها فيما تقدم من الكتاب. سيكون بمقدورهم وضع القواعد التي تساعد على تفكيك مجالس الإدارة ذات البنية المراحلية أو تفعيل انتخابات أعضاء المجلس. وسيكون بمقدورهم أيضاً إقرار ما يلزم من التعديل في ميثاق الشركة لتطوير عملية تحديد أجور المديرين أو وضع الحدود التي يرونها مناسبة لضبط ترتيبات التعويضات.

اعتراضات ضد تقليص حصانة مجلس الإدارة

يعترض أنصار سلطة الجهاز الإداري بشدة على أي مقترح من شأنه أن يقلل من ثخانة الجدار الذي يعزل أعضاء مجلس الإدارة عن حملة الأسهم، أو أن يجعل أعضاء المجلس عرضة لخطر الإقالة. كذلك فهم يعارضون أيضاً إعطاء حملة الأسهم صلاحية إطلاق المبادرات أو التصويت على المقترحات فيما يخص الترتيبات الأساسية المتعلقة بنظام حوكمة الشركة.

آثار عكسية؟

يحذر معارضو الإصلاح من أن إعطاء حملة الأسهم الصلاحيات التي تخولهم استبدال أعضاء مجلس الإدارة أو إعمال التغيير في ميثاق الشركة سيكون له آثاره العكسية. وحجتهم

في ذلك تقوم على الاعتقاد بأن مثل هذه التدابير سوف تذهب بالشركة إلى حالة من التمزق من شأنها أن تلهي إدارة الشركة عن مهامها الحقيقية[13]. إذا أصبحت المعارك الانتخابية هي القاعدة وليس الاستثناء، فإن الشركات، على حد زعم معارضي الإصلاح، سوف تضطر إلى تحمل أعباء مالية إضافية كبيرة لا داعي لها. والأهم من ذلك أن جهود واهتمام الجهاز الإداري سوف تتحول عن الفعاليات المنتجة وتتشتت في اتجاهات أخرى لا طائل منها.

غير أن إعطاء حملة الأسهم صلاحيات التدخل لا يعني بالضرورة أنهم سوف يدأبون على استخدام تلك الصلاحيات بصورة منتظمة؛ بل إنهم على الأرجح لن يلجؤوا إلى استخدام تلك الصلاحيات إلا في الحالات النادرة التي تنزلق فيها عربة الإدارة عن سكة رعاية مصالح حملة الأسهم وترفض أن تصحح مسارها متجاهلة الاستياء المتنامي الذي يسود صفوف المسهمين. وهكذا فإن التكاليف الإضافية التي تترتب على إدارة المعارك الانتخابية سوف تبقى عملياً محصورة ضمن نطاق ضيق لا يتجاوز حدود قلة قليلة من الشركات.

وخلافاً للعدد القليل من الحالات التي ستضطر فيها الشركات بالفعل إلى تحمل تلك التكاليف فإن الفوائد المنتظرة من توسيع صلاحيات المسهمين سوف تعم على الشركات جميعها دون استثناء. أولاً وقبل كل شيء. فإن أعضاء مجلس الإدارة، عندما يدركون أن حملة الأسهم قادرون على التدخل في أي وقت، سيمن دون على الغالب اهتماماً أكبر بالقضايا التي تمس مصالح حملة الأسهم. ومن هنا فإن تغيير موازين القوى لجهة ترجيح كفة حملة الأسهم من شأنه أن يسهم في تحسين دوافع وسلوك الجهاز الإداري في الكثير من الشركات المسهمة العامة ذات الملكية الموزعة. إن إعطاء المسهمين صلاحيات واسعة للتدخل عند الضرورة سوف يجعل استخدامهم لتلك الصلاحيات عموماً أمراً لا ضرورة له.

كذلك يحذر المعارضون أيضاً من أن الإصلاحات التي تضعف من منعة المجلس في وجه تدخل حملة الأسهم لن تخدم فعلاً مصالح هؤلاء بقدر ما سوف تخدم «التوجهات الخاصة»[14]. وهم يرون إن إعطاء حملة الأسهم قدرة أكبر على إيصال مرشحيهم إلى مجلس الإدارة سوف يقود إلى انتخابات يكون الحسم فيها لصالح المرشحين ذوي التوجيهات الخاصة الذين سيحملون معهم إلى مجلس الإدارة أجنداتهم الخاصة التجريبية أو البيئية أو الاجتماعية؛ كما أن إعطاء المسهمين صلاحيات واسعة لإعمال التعديل في ميثاق الشركة سوف ينتهي على نحو مشابه

أيضــاً إلى خدمة برامج مجموعات من ذوي التوجهات الخاصة على حساب مصالح الشركة. غير أن صلاحيات المسهمين المنصوص عليها في مقترحات الإصلاح تلك لا يمكن استخدامها إلا بموجـب التصويت وبتأييد فريـق من حملة الأسهم يحوز على غالبيـة أسهم المشاركين في عملية التصويت، ولا يخفى أن معظم تلك الأسهم في حيازة المستثمرين المؤسساتيين. ومعظم المؤسسـات الاستثماريـة لن تصوت ضـد الإدارة إلا في المسائل التي تستشعـر فيها أن الإدارة تتصرف على نحو قد يضر كثيراً بقيمة رأس المال المسهم.

كذلـك يسـوق معارضـو الإصلاح أيضاً حجـة أخرى مفادهــا أن مجلـس الإدارة يتفوق بوضـوح، فيمـا يخـص إدارة الشركة، مـن حيث الخـبرة والمعرفة على أكثر حملـة الأسهم حنكـة وأوسعهـم ثقافة[15]. غير أن المسهمين لا ينكرون علـى المجلس تفوقه من حيث المعرفة والخبرة؛ تشير الإحصــاءات إلى أن توجهات الـمسهمين المؤسساتيين أثناء مشاركاتهم في عمليــات التصويـت تعكـس احتراماً كبيراً لما تطرحــه مجالس الإدارة من أفـكار وما تتبناه مــن مواقف. والسؤال هنا هو التالي: هل ينبغي فعــلاً منع المسهمين من التدخل في الحالات النــادرة التي يرغبــون فيها بالتدخل؟ إن تكتيف أيادي المسهمــين بمنطق الوصاية هذا يبدو غـير مسـوغ، ولا سيما إذا ما أخذنا بالحسبان أن رأس المــال المسهم يتركز إلى حد بعيد في أيــدي الـمستثمرين المؤسساتيين. وكما قالت المحكمــة الفيدرالية العليا في إحدى قضاياها المتعلقــة بــالأوراق المالية فإن «الجهاز الإداري ينبغي أن يكف عن رسم سذاجة الأطفال على وجوه المستثمرين»[16].

وهناك أيضاً اعتراض آخر يرفعه معارضو الإصلاح يتعلق بمصالح المسهمين على المدى البعيــد. يقول المعارضون: إن تنامي نفوذ المسهمين قد يضطر الجهاز الإداري إلى التصرف كما لو كان مصاباً «بقصر النظر» ويدفعه إلى التركيز على تحقيق نتائج إيجابية على المدى القريــب تمكنــه من تفادي تدخـل المسهمين[17]. لقد سبق أن طرحت حجــة داء قصر النظر هذه في النقاشات الأولى حول مسألة الاستيلاء العدواني، حيث جرى تسويقها كخطر يتهدد مستقبل الشركات وذلك بهدف تسويغ تحصين الإدارة في مواجهة تحديات الاستيلاء[18]. لكن الواقــع يبيّن أنه ليس هناك أي إثبــات على أن ظاهرة قصر النظر تلك تمثل تهديداً حقيقياً يــبرر بالفعل التكاليف المترتبة على تحصــين مجلس الإدارة في مواجهة المؤثرات الخارجية؛

والحقيقة أن المعطيات التجريبية تبيّن بوضوح أن الشركات الأكثر منعة في مواجهة تحديات الاستيـلاء تسجل قيمة سوقيـة أدنى وأداء تنفيذياً أكثر تواضعـاً[19]. وفي جميع الأحوال فإن الاعتراضـات القائمـة على تهديـدات قصر النظـر لا ينبغي لها أن تتجاوز حـدود المطالبة بحصر صلاحيات حملة الأسهم في التدخل ضمن مدد زمنية محدودة أو فرض تأخير زمني مناسـب بـدلاً من السماح لهـؤلاء بالتدخل متى يشاؤون. على أن تلـك الاعتراضات لا تقدم في أي حـال من الأحوال قاعدة يمكن أن يبنى عليهـا نظام لا يعطي حملة الأسهم أي فرصة للتدخـل، مهما طال انتظارهم، لا على صعيد تعديل ميثاق الشركة، ولا على صعيد استبدال مجلس الإدارة إذا ما أرادوا ذلك.

وأخـيراً فإن عزل المجلس عـن دائرة تأثير حملة الأسهم أمر ضروري، حسب زعم بعض المعارضين، كي يتمكن المجلس من حماية مصالح أصحاب الحقوق الأخرى كموظفي الشركة على سبيل المثال[20]. غير أن تحصين المجلس بجدار عازل، وبالرغم من إضعافه من مسؤولية أعضاء المجلس أمام حملة الأسهم، لا يفرض على أعضاء المجلس أي مسؤولية أمام أصحاب الحقـوق؛ بل إن الإمعان في تحصين المجلس يعفي أعضـاءه من كل أشكال المسؤولية، ويؤمن لهـم الحصانـة ضد المساءلـة في حالة الأداء الضعيـف الذي يضر بمصالـح حملة الأسهم وأصحـاب الحقوق بـآن معاً. لذلك فإن المهتمين بحماية مصالـح أصحاب الحقوق لا ينبغي لهـم أن يذهبوا إلى تأييد ودعم المجلس وتحصينه، وحـريٌّ بهم أن يسعوا بدلاً من ذلك إلى إقرار بعض الترتيبات المفصلة خصيصى على مقاس مصالح أصحاب الحقوق أنفسهم.

ليس الآن؟

يزعـم معارضـو إعطـاء المسهمين مزيداً مـن الصلاحيـات أيضاً أن الوقـت، في جميع الأحـوال، لم يحن بعد للنظر في إصلاحات من هذا القبيـل[21]. فالإصلاحات الأخيرة، على حـد زعمهم، قد تكون كفيلة بمعالجة مشكلات الماضـي فيما يخص نظام حوكمة الشركات معالجة جذرية وشاملة؛ وعلينا حسب زعمهم أن ننتظر على الأقل بصنع سنوات كي يتسنى لنـا أن نرى آثار تلك الإصلاحات وآفاقها قبـل أن نخلص إلى القول بالحاجة إلى مزيد من الإصلاح.

لا شك في أن الإصلاحات الأخيرة تمثل خطوة إلى الأمام في العديد من القضايا، غير أنه، وكما أوضحنا سابقاً، لا أساس للتوقعات التي تذهب إلى أن تلك الإصلاحات من شأنها أن تقدم حلولاً جذرية لمشكلات نظام حوكمة الشركات الحالي التي تكشفت في السنوات الأخيرة. وعلى وجه الخصوص فإن شرط استقلالية أعضاء مجلس الإدارة لا يمكن الاعتماد عليه بحد ذاته لضمان اضطلاع أعضاء المجلس بمسؤولياتهم بوصفهم حرَّاساً أمناء على مصالح حملة الأسهم.

القصة التي سردناها في هذا الكتاب هي قصة نأمل أن تساعد على إدراك حقيقة أن الإصلاحات الأخيرة على أهميتها غير كافية. لقد قمنا في فصول الكتاب بتشخيص العوامل الكثيرة، الاقتصادية منها والاجتماعية، التي تسهم في تقويض فاعلية أعضاء مجلس الإدارة في قيامهم بدورهم المهم في حماية مصالح حملة الأسهم. كما بيّنا أيضاً أن الإصلاحات الأخيرة لا يمكن أن ينتظر منها أن تنجح في إلغاء تلك العوامل أو التغلب عليها. والوقت الآن ليس مناسباً على الإطلاق لإيقاف مسيرة إصلاح نظام حوكمة الشركات.

الوعي والواقع

لقد ختمنا الفصل 15 بتسليط الضوء على الأثر الذي يمكن أن يخلفه إدراك حقيقة المشكلات المتعلقة بتعويضات المديرين على الواقع الفعلي لتلك التعويضات. وهنا أيضاً نود أن نختم هذا الفصل بالتأكيد على أهمية الإدراك الواعي للمشكلات الناجمة عن عزل أعضاء مجلس الإدارة عن دائرة تأثير حملة الأسهم. إن الإدراك الواعي لطبيعة تلك المشكلات يمثل شرطاً سلفاً للشروع بالإصلاحات اللازمة لمعالجتها.

كثيراً ما يجري تصوير سلطة المجلس ومنعته في وجه تأثير حملة الأسهم على أنها نتيجة حتمية لحالة التبعثر الشديد للملكية التي تمثل سمة عامة لمعظم الشركات في عصرنا الراهن. لكن الحقيقة أن جزءاً كبيراً من سلطة المجلس إنما يجد جذوره في القواعد القانونية التي تنص على عزل الجهاز الإداري عن دائرة تدخل المسهمين. وتغيير تلك القواعد سوف يقلص من حرية أعضاء مجلس الإدارة في الشطط بعيداً عن مصالح حملة الأسهم ويقدم إسهاماً كبيراً في تحسين نظام حوكمة الشركات.

غير أن العوائق السياسية التي تعترض طريق الإصلاحات القانونية الضرورية كثيرة وشائكة. فإدارات الشركات تشكل، ومنذ زمن، في سياسات قانون الشركات الأمريكي فئة مهمة تتمتع بنفوذ واسع. والسلطة التي تضعها القواعد القانونية في أيدي الجهاز الإداري تعطيه بدورها مزيداً من القوة في حربه ضد المحاولات الرامية إلى تغيير الوضع القائم. وكما سبق أن ناقشنا فإن الأطراف المؤيدة لسلطة الأجهزة الإدارية، وفي مقدمتها «طاولة الأعمال المستديرة»، قد دأبت على شن حملات المعارضة العنيفة في وجه مبادرات التغيير، التي لم يسلم منها ذلك المقترح فائق الليونة الذي قدمته هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي والذي ينص على السماح للمسهمين في بعض الحالات الخاصة بتسمية عدد قليل من المرشحين وتقديمهم إلى صناديق الاقتراع للمنافسة على قلة قليلة من مقاعد المجلس.

إن إحداث تغيير حقيقي في موازين القوى بين الإدارة وحملة الأسهم يقتضي أن تبلغ مطالبة المستثمرين بالإصلاحات من الشدة ما يكفي للتغلب على قدرة الجهاز الإداري الكبيرة على إعاقة تلك الإصلاحات التي من شأنها أن تسحب من هذا الأخير بعضاً من سلطته ومن مكاسبه الخاصة. وهذا لا يمكن أن يحدث إلا إذا أدرك المستثمرون وصناع القرار فداحة التكاليف التي تترتب على الترتيبات الحالية، وأدركوا أيضاً إلى أي حد يتوقف حل المشكلات القائمة على معالجة المشكلة الأساسية المتمثلة في مسؤولية مجلس الإدارة. نأمل أن يساعد هذا الكتاب على إدراك تلك الحقائق.

ملاحظات

مقدمة

عبارة مقتبسة عن: كيم كلارك، «فضائح الشركات: هل المشكلة حقاً في بعض التفاحات العفنة، أم أنه الصندوق؟» ملاحظات معدة للنادي الصحفي الوطني، 26 شباط/فبراير 2003، كلية الأعمال في هارفارد.

Kim Clark, "Corporate Scandals: Is It a Problem of Bad Apples, or Is It the Barrel?" Prepared remarks for the National Press Club, February 26, 2003, Harvard Business School.

1- Brian J. Hall and Kevin J. Murphy, «The Trouble with Stock Options,» Journal of Economic Perspectives 17 (2003): 51.

2- Hall and Murphy, «The Trouble with Stock Options».

3- Janice Revell, «Mo' Money, Fewer Problems; Is It a Good Idea to Get Rid of the $ 1 Million CEO Pay Ceiling?» Fortune, March 31, 2003, 34.

4-Kevin J. Murphy, "Executive Compensation," in Handbook of Labor Economics, vol. 3, bk. 2, ed. Orely Ashenfelter and David Card, 2487 (New York: Elsevier 1999).

يبين موري في بواسطة التمثيل البياني أن الزيادة في حجم أوراق البحوث الأكاديمية حول موضوع أجور المديرين العامين تتجاوز بوضوح الزيادة في إجمالي أجر المدير العام أثناء أواخر الثمانينيات وأوائل التسعينيات.

5- Graef S. Crystal, In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives (New York: W. W. Norton, 1991); Robert A. G. Monks and Nell Minow, Corporate Governance, 3rd ed. (Oxford: Blackwell Publishing, 2001), 221 - 225.

6- للاطلاع على نصوص مرجعية من عمل خبراء القانون انظر

Linda J. Barris, «The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay», Indiana Law Journal 68 (1992): 59; Marc J. Loewenstein, «Reflections on Executive Compensation and a Modest Proposal for (Further) Reform», Southern Methodist University Law Review 50 (1996): 201; Carl T. Boguss, «Excessive Executive Compensation and the Failure of Corporate Democracy», Buffalo Law Review 41 (1993): 1; Eric W. Orts, «Shirking and Sharking: A Legal Theory of the Firm», Yale Law and Policy Review 16 (1996): 265 - 329; and Charles M. Yablon, «Bonus Questions - Executive Compensation in the Era of Pay for Performance», Notre Dame Law Review 75 (1999): 271.

وللاطـلاع على نصوص تعالـج المسألة من وجهة النظر المؤسساتية أو الاجتماعية انظر على سبيل المثال:

Michael Patrick Allen, «Power and Privilege in the Large Corporation: Corporate Control and Managerial Compensation», American Journal of Sociology 86 (1981): 1112 - 1123; Richard A. Lambert, David F. Larcker, and Keith Weigelt, «The Structure of Organizational Incentives», Administrative Science Quaterly 38 (1993): 438 - 461; Sydney Finkelstein and Donald C. Hambrick, «Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes», Strategic Management Journal 10 (1989): 121 - 134; Sydney Finkelstein and Donald C. Hambrick, «Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation,» Strategic Management Journal 9 (1989): 543 - 558; Charles A. O'Reilly III, Brian G. Main, and Graef S. Crystal, «CEO Compensation as Tournament and Social Comparison: A Tale of Two Theories,» Administrative Science Quaterly 33 (1988): 257 - 274; Sydney Finkelstein, «Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation», Academy of Management Journal 35 (1992): 505 - 538; James Wade, Charles A. O'Reilly III, and Ike Chandratat, «Golden Prarchutes: CEOs and the Exercise of Social Influence», Administrative Science Quaterly 35 (1990): 587 - 603; and Mayer N. Zald, «The Power and Functions of Boards of Directors: A Theoretical Synthesis», American Journal of Sociology 75 (1969): 97 - 111.

7- Oliver Jean Blanchard, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, «What Do Firms Do with Cash Windfalls?» Journal of Financial Economics 36 (1994): 337 - 360; David Yermack, «Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements», Journal of Finance 52 (1997):449 - 476. and Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, «Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principles Are», Quaterly journal of Economics 116 (2001): 901 - 932.

8-انظر

Lucian A. Bebchuk, Jesse M. Fried, and David I. Walker, «Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation,» University of Chicago Law Review 69 (2002): 753; and Lucian A. Bebchuk, and Jesse M. Fried, «Executive Compensation as an Agency Problem,» Journal of Economic Perspectives 17 (2003): 72.

9- للاطلاع على تحقيقات من هذا المنظور في أدبيات العلوم المالية والاقتصادية انظر على سبيل المثال:

John M.Abowd and David S. Kaplan, «Executive Compensation: Six Questions That Need Answering,» Journal of Economic Perspectives 13 (1999): 145 -168; Murphy, «Executive Compensation»; and John E. Core, Wayne Guay, and David F. Larcker, «Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey,» Economic Policy Review 9 (2003): 27 - 50.

كذلك فإن رؤية التعاقد على مطال الذراع تحظى بدعم وتأييد فئة مهمة من خبراء القانون. للاطلاع على بعض النقاشات المبكرة الشهيرة التي أدارها خبراء القانون حول موضوع تعويضات المديرين انظر

Frank H. Easterbrook, «Managers, Discretion and Investors, Welfare: Theories and Evidence,» Delaware Journal of Corporate Law 9 (1984): 540 - 571; and Daniel R. Fischel, «The Corporate Governance Movement,» Vanderbilt Law Review 35 (1982): 1259 - 1292.

10. Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, «Performance Pay and Top -Management Incentives,» Journal of Political Economy 98 (1990): 225 - 264; and Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, «CEO Incentives: It's Not How much You Pay, but How,» Harvard Business Review 68 (1990): 138 - 153.

11- للاطـلاع علـى واحد من الأعمال التقليدية القائمة على رؤية تخصـص مثل تلك الدوافع النفسية بدور هام وحساس انظر:

Abraham H. Maslow, «A Theory of Human Motivations,» Psychology Review 50 (1943): 370 - 396.

12. Clarence B. Randall, The Executive in Transition (New York: McGraw - Hill, 1967), 26.

13- Lucian A. Bebchuk and Yaniv Grinstein, «The Growth of Executive Pay,» working paper, Harvard Law School and Cornell University, 2004.

1. الرواية الرسمية

عبارة مقتبسة عن إيرا إم. ميلستين مأخوذة من

Ira M. Millstein, «The Professional Board,» Business Lawyer 50 (1995): 1428.

1- Rafael LaPorta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, «Corporate Ownership around the World,» Journal of Finance 54 (1999): 471 - 517.

2- Adolf A. Berle Jr. and Gardiner C. Means, The Modern Corporation and Private Property (New York: Macmillan, 1932).

3- يعود المرجع القياسي حول هذه المسألة إلى:

Michael C. Jensen and William Meckling, «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure,» Journal of Financial Economics 3 (1976): 305 -360.

4- Jensen and Meckling, «Theory of the Firm,» 305 - 360; and Oliver Williamson, The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm (Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1964).

5- Michael C. Jensen, «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,» American Economic Review 76 (1986): 323 - 329.

6- Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, «Management Entrenchment: The Case of Manager - Specific Investments,» Journal of Financial Economics 25 (1989): 123 -140 .

7- انظر على سبيل المثال: Delaware General Corporate Law, sec. 141.

8- John E. Core, Wayne Guay, and David F. Larcker, «Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey», Economic Policy Review 9 (2003): 27- 50.

9- انظر

Brehm v. Eisner, Delaware Supreme Court, 746 A.2d 244, 262- 263 (2000).

10- من الدراسات الحديثة التي تقدم تحقيقاً شاملاً حول تلك المحاولات البحثية

Kevin J. Murphy, «Executive Compensation,» in Handbook of Labor Economics, vol. 3, bk. 2, ed Orley Ashenfelter and David Card (New York: Elsevier, 1999), 2485-2563; and Core, Guay, and Larcker, «Executive Equity Compensation and Incentives,» 2750-.

11- من الأعمال الكلاسيكية عن هذا الموضوع:

J. A. Mirrlees, «The Optimal Structure of Incentives and Authority within an Organization,» Bell Journal of Economics 7 (1976): 105 -131; Bengt Holmstrom, «Moral Hazard and Observability,» Bell Journal of Economics 10 (1979): 74 - 9 1; and Steven Shavell, «Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship,» Bell Journal of Economics 10 (1979): 55 - 73.

للاطـلاع على تحقيق حديث حول انعكاسات نظرية الوكيـل الرئيس على تعويضات المدير العام انظر: Murphy, «Executive Compensation».

12- انظر على سبيل المثال:

Michael C Jensen and Kevin J. Murphy, «Performance Pay and Top Management Incentives,» Journal of Political Economy 98 (1990): 225 - 264.

13- انظر على سبيل المثال:

Lucian A. Bechchuk and Christine Jolls, «Managerial Value Diversion and Sharehodcr Wealth,» Journal of Law, Economics, and Organization 15 (1999): 487- 502

14- Ira Kay, Ph.D., testimony before the Senate Finance Committee, April 2002, http://finance.senate.gov/hearings/testimony/041802iktest.pdf, 2 (accessed April 29, 2004).

15- انظر على سبيل المثال:

Franklin Snyder, «More Pieces of the Compensation Puzzle,» Delaware Journal of Corporate Law (2003): 129 - 183 .

16- انظر

Jay W. Lorsch, «Compensating Corporate CEOs: A Process View,» Harvard Business School working paper #99 - 013, 1998, 48.

2. هل كانت مجالس الإدارة تساوم المديرين على مطال ذراعها؟

عبارة مقتبسة عن آدم سميث، مأخوذة من:

Adam Smith, An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations (New York: Modern Library, 1937), 107.

1- Stacey R. Kole, «The Complexity of Compensation Contracts,» Journal of Financial Economics 43 (1997): 101.

2- Stacey Burke, Glenn Davis, Chris Loayza, Conor Murphy, and Sergio Schuchner, Board Structure/Board Pay 2002 (Washington, DC: Investor Responsibility Research Center, 2002), 43.

3- Burke, Davis, Loayza, Murphy, and Schuchner, Board Structure/Board Pay 2002, 41.

4- قانون الإيرادات الضريبية الداخلية، المادة 162(m).

Internal Revenue Code, sec. 162(m).

الموظفون المشمولة تعويضاتهم بأحكام هذه المادة هم المدير العام التنفيذي أو من يتمتع بصلاحياته، والموظفون الأربعة ذوو التعويضات الأعلى (فيما عدا المدير العام) بين عموم الموظفين الذين يجب على الشركة التصريح عن تعويضاتهم بموجب أحكام قانون سوق الأوراق المالية للعام 1934. انظر 26 CFR § 1.162-27(c)(2) (التي تتضمن تعريف الموظفين المشمولين بالمادة 162(m)). أما أعضاء مجلس الإدارة من غير الموظفين، الذين تربطهم بالشركة عقود استشارية أو الذين يتقاضون من الشركة أتعاباً أو مكافآت لقاء مهام أخرى خارج حدود المهام المنوطة بعضوية المجلس، فلا ينظر إليهم كأعضاء خارجيين في المجلس فيما يخص المادة 162(m). انظر 26 CFR § 1.162-27(e)(3).

5- Robert Charles Clark, Corporate Law (Boston: Little, Brown and Company, 1986), 194.

6- NASD Rule 4350; NYSE Listed Company Manual Rule 303A; American Stock Exchange Company Guide secs. 121, 801809-; SEC Release No. 34 - 48745 (November 4, 2003); and SEC Release No. 34 - 48863 (December 1, 2003).

7- تعامل سوق الأوراق المالية الأمريكية AMEX «شركات الأعمال الصغيرة» معاملة استثنائية بحيث لا يطلب من تلك الشركات الصغيرة إلا أن يكون مجلس إدارتها مكوناً بنسبة 50 بالمئة أو أكثر من الأعضاء المستقلين. انظر دليل الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية الأمريكية، المادة 121B(2)(c).

8- Pearl Meyer & Partners, «Executive Pay Trends: Looking Forward and Looking Back» (2002): 3; and Garry Strauss, «Companies Pony Up to Keep Directors: Boards Seats Have Become Hot Seats,» USA Today, November 21, 2002, B1.

9- UAL Corp Form 10 - K (filed March 28, 2003): 104; and Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc. Form 10-K/A (filed July 7, 2003): 3.

10- Lucjan A. Bebchuk and Marcel Kahan, «A Framework for Analyzing Legal Policy towards Proxy Contests,» California Law Review 78 (1990): 1071 - 1135.

11- Lucian A. Bebchuk, «The Case for Shareholder Access to the Ballot,» Business Lawyer 59 (2003): 43 - 66.

12- Brian G. M. Main, Charles A. O'Reilly III, and James Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives,» Industrial and Corporate Change 11 (1995): 302303-; Victor Brudney, «The Independent Director - Heavenly City or Potemkin Village?» Harvard Law Review 95 (1982): 610, n. 39; and Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, «Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO,» American Economic Law Review 88 (1998): 96 - 97.

للاطلاع على مراجعة موسعة للأدبيات الاقتصادية عن موضوع مجلس الإدارة انظر:

Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, «Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature,» Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review 9 (2003): 7 - 26.

13- يبين شيفدازاني و يرماك أن 78 بالمئة من أصل 341 من الشركات العامة المسهمة المدرجة في قائمة فورشن 500 التي شملتها الدراسة التي أجرياها في العام 1994 كان لديها لجنة ترشيح، وأن المدير العام التنفيذي كان عضواً في تلك اللجنة في 33 بالمئة من تلك الشركات.

Anil Shivdasani and David Yermack, «CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis,» Journal of Finance 54 (1999): 1834.

14- Burke, Davis, Loayza, Murphy, and Schuchner, Board Structure/Board Pay 2002, 49.

15- Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation»; and Cynthia A. Montgomery and Rhonda Kaufman, «The Board's Missing Link,» Harvard Business Review 81 (2003): 89.

16- NASD Rule 4350; NYSE Listed Company Manual Rule 303A; American Stock Exchange Company Guide sec. 804; and SEC Release No. 3448745- (November 4, 2003).

17- Daniel Nasaw, «Opening the Board: The Fight Is On to Determine Who Will Guide the Selection of Directors in the Future,» Wall Street Journal, October 27, 2003, R8.

18- مدير عام شركة تايكو قام بصرف مبلغ 20 مليون $ لواحد من أعضاء مجلس الإدارة، وتحديداً للسيد فرانك وولش، على شكل «عمولة وساطة» تقديراً له على دوره في ترتيب إحدى الصفقات. انظر:

Jeffrey Kranser, «Tyco Sues 2 Former Executives Accused of Pay Impropriety, a Coverup,» Boston Globe, June 18, 2002, Dl.

مدير عام شركة ووردكوم، السيد بيرنارد إبرس، وافق لعضو مجلس الإدارة ورئيس لجنة التعويضات فيها، السيد ستايلس ايه. كيليت الابن، على استئجار طائرة من طائرات الشركة، من طراز فالكون 20، لقاء أجر قدره 1 $ شهرياً يضاف إليه 400 $ في الساعة وبعض النفقات البسيطة

الأخرى، وذلك في زمن بلغت فيه القيمة العادية لبدل استئجار طائرة من طائرات الشركة ما لا يقل عن بضعة آلاف الدولارات للساعة الواحدة. انظر:

Susan Pulliam, Jared Sandberg, and Deborah Solomon, «WorldCom Board Will Consider Rescinding Ebbers's Severance,» Wall Street Journal, September 10, 2002, Al.

قدرت قيمة عقد الإيجار بين 1.4 مليون $ و 3.4 مليون $، وقد اقترح ريتشارد بريدن، المراقب المكلف من قبل هيئة المحكمة بدراسة ملابسات ذلك العقد وتقدير قيمته، بأن يسدد السيد كيليت على الأقل 1.4 مليون $ إلى خزينة الشركة.

Christopher Stern, «WorldCom Director Urged to Leave,» Washington Post, September 13, 2002, E01.

توصل كيليت أخيراً إلى تسوية مفادها أن يقوم بتعويض ووردكوم بمعدل $3,000 عن كل ساعة، بحيث يسدد مبلغاً قدره $156,000 إلى خزينة الشركة ويتخلى عن جميع الأتعاب والاستحقاقات الأخرى التي له في ذمة الشركة.

19- للاطلاع على تفاصيل الأمثلة الواردة في هذه الفقرة انظر

Gary Strauss, «Do Conflicts Cloud the Objectivity of Boards?» USA Today, March 5, 2002, 1A.

20- Victor Brudney and Allen Ferrell, «Corporate Speech and Citizenship: Corporate Charitable Giving,» University of Chicago Law Review 69 (2002): 1197.

21- Strauss, «Do Conflicts Cloud the Objectivity of Boards?»

22- In re Oracle Corp. Derivative Litigation, 824 A.2d 917, 920 -921 (Del. Ch. 2003).

23- هناك دلائل تؤكد أن المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يسعون عموماً إلى إقناع شركاتهم بالتبرع للجهات الخيرية التي يفضلونها. وعلى سبيل المثال فقد انتزع المدير العام المغادر لشركة فورد، السيد جاك ناصر، تعهداً من الشركة بتقديم منحة دراسية باسمه لمدرسة يختارها بنفسه. انظر:

Joann S. Lublin, «Many Former Chief Executives Get Lush Perks and Fat Fees for Limited 'Consulting' Work», Wall Street Journal, September 13, 2002, B1.

Richard A. Oppel Jr., «Senate Panel Says Enron's Board Could Have Stopped High Risk Practices,» New York Times, July 7, 2002, 1.

25- NYSE Listed Company Manual Rule 303A; NASD Rule 4350; and American Stock Exchange Company Guide sec. 121.

نركز في المناقشة التالية على شروط التسجيل في سوق نيويورك للأوراق المالية NYSE وذلك بسبب ما تتمتع به تلك السوق من أهمية كبيرة وشهرة واسعة.

26- NYSE Listed Company Manual Rule 303A.02(b)(ii).

تحدد ناسداك وأميكس سقف تلك التعويضات بالقيمة $60,000. انظر:

NASD Manual 4200(a)(l4)(B); American Stock Exchange Company Guide sec. 121A(b).

27- تعقيباً على القاعدة القانونية ii ((303A.02(b) في دليل الشركات المسجلة في سوق نيويورك للأوراق المالية يمكن القول إن معايير ناسداك أكثر تشدداً فيما يخص هذه النقطة. أعضاء مجلس الإدارة الذين تربطهم قرابة من الدرجة الأولى مع بعض العاملين في الشركة، والذين يستوفون شروط التسمية كأعضاء مستقلين وفق معايير سوق نيويورك للأوراق المالية، لا يعدون أعضاء مستقلين وفق معايير ناسداك. انظر: (NASD Manual 4200(a)(14)(C.

28- NYSE Listed Company Manual Rule 303A(2)(b)(v).

الحدود المعتمدة من قبل سوق الأوراق المالية الأمريكية وكذلك أيضاً من قبل ناسداك هي $200,000 أو 5 بالمئة من إجمالي العائدات.

American Stock Exchange Company Guide, sec. 12 1A(d); and NASD Manual 4200(a)(l4)(D).

29- تعليق خاص بالقاعدة القانونية

NYSE Listed Company Manual Rule 303A(2)(b)(v).

30- Kevin Hallock, «Dual Agency: Corporate Boards with Reciprocally Interlocking Relationships,» in Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence, ed. Jennifer Carpenter and David Yermack (Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999), 58.

لاستكشـاف العوامـل التـي تشجع على تشابـك عضوية مجالـس الإدارة على مستـوى المديرين العامين انظر

Eliezer M. Fich and Lawrence J. White, «Why Do CEOs Reciprocally Sit on Each Other's Boards?» working paper, New York University School of Business, 2001.

31- Ivan E. Brick, Oded Palmon, and John K. Wald, «CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism,» working paper, Rutgers University Business School, September 2002, 29.

32- Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation».

وبصـورة مشابهة فإن أجـور المدير العام تميل إلى الإرتفاع أكثر، واحتمال حصوله على مظلة هبوط ذهبية يغدو أكبر، كلما كانت نسبة أعضاء المجلس الخارجيين المعينين في عهده أكثر ارتفاعاً.

33- Rakesh Khurana, Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2002), 83.

34- Khurana, Searching for a Corporate Savior, 84.

35- Melvin A. Eisenberg, «The Compensation of Chief Executive Officers and Directors of Publicly Held Corporations,» 7th Annual Corporate Governance Institute, SE39 ALI-ABA (1999): 117- 118.

36- Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation», 304.

37- Burke, Davis, Loayza, Murphy, and Schuchner, Board Structure/Board Pay2002, 47.

38- Graef S. Crystal, In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives (New York: W. W. Norton, 1991).

39- Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation», 319 - 320 .

40- أثناء العام 2003، عمدت المائتا شركة الكبرى من الشركات المسهمة العامة الصناعية والخدماتية، جميعها فيما عدا قلة قليلة منها، إلى إدخال حقوق الملكية ضمن بنية أجور أعضاء مجالس الإدارة.

Pearl Meyer & Partners, «2003 Director Compensation» (2003): 9; http://www.execpay.com/ResDir.htm (accessed June 23, 2004).

41- George P. Baker, Michael C. Jensen, and Kevin J. Murphy, «Compensation and Incentives: Practice vs. Theory», Journal of Finance 63 (1998): 614.

42- Journal of Financial Economics 51 (1999): 37 1- 406 .

43- للاطلاع على واحدة من حالات زيادة حجم رزم الأسهم المقدمة لأعضاء المجلس المستقلين انظر:

Charles M. Elson, «Executive Over-Compensation - A Board-Based Solution», Boston College Law Review 34 (1993): 981 - 983.

44- ربما يفضل المديرون بقاء الأمر على هذا النحو. هنالك بعض الدلائل التي تشير إلى أن المديرين العامين يحاولون تقليص حصة التعويضات القائمة على حقوق الملكية من إجمالي تعويضات أعضاء المجلس، وذلك بهدف تقليص حوافز المجلس إلى مراقبة أداء المدير العام. انظر:

Harley E. Ryan Jr. and Roy A. Wiggins III, «Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Bargaining Power, and Barriers to Effective Monitoring», working paper, Louisiana State University and Bentley College, 2003.

45- Richard M. Cyert, Sok-Hyon Kang, and Praveen Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence», Management Science 48 (2002): 453 - 469.

46- Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, «Separation of Ownership and Control», Journal of Law and Economics 26 (1983): 301 - 325.

47- انظر على سبيل المثال:

Geeta Anand, «Double Trouble: Ties to Two Firms Tainted by Scandal Haunt Top Doctor», Wall Street Journal, December 24, 2002, Al.

48- انظر على سبيل المثال:

Joshua Green, «Savage Business,» American Prospect 13 (2002): 14 - 15.

49- انظر على سبيل المثال:

Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation», 302 - 303.

50- Jay W. Lorsch and Krishna G. Palepu, «Limits to Board Effectiveness» working paper, Harvard Business School, 2003, 3.

51- Khurana, Searching for a Corporate Savior, 81 - 118.

52- Judith Burns, «Everything You Wanted to Know about Corporate Governance But Didn't Know to Ask», Wall Street Journal, October 27, 2003, R6.

53- Sidley Austin Brown & Wood LLP, «Best Practices Calendar for Corporate Boards and Committees» (March 2004): 1- 2.

54- Patrick McGeehan, «Quick: What's the Boss Making?» New York Times, September 21, 2003, sec. 3, 1.

55- Crystal, In Search of Excess, 42 - 50.

56- Warren Buffett, letter to shareholders of Berkshire Hathaway, Inc., included in the Annual Report to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc., February 2004, 8; http://www.berkshirehathaway.com/letters/20031tr.pdf (accessed April 30, 2004).

57- لإلقاء نظرة من داخل الشركة على الآليات التي يتبعها المجلس في استخدام مستشاري التعويضات لتسويغ أجور المديرين انظر: Crystal, In Search of Excess.

58- هذه العبارة مقتبسة من: Warren Buffett, letter to shareholders, 8.

59- Carol J. Loomis, «This Stuff Is Wrong», Fortune, June 25, 2002, 74.

60- Stuart Gillan, «Has Pay for Performance Gone Awry: Views from a Corporate Governance Forum», Research Dialogue 68 (2001): 116-.

61- للاطلاع على دراسة حديثة تبين أن أجور المدير العام تبلغ مستويات أعلى في الشركات التي تستخدم مستشاري التعويضات منها في الشركات النظيرة التي لا تفعل، انظر:

Martin J. Conyon and Simon I. Peck, «Compensation Consultants and Executive Pay», working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, and Weatherhead School of Management, Case Western Reserve University, 2004, 3.

تقوم هذه الدراسة على معطيات من المملكة المتحدة، لكننا نعتقد أن معطيات الولايات المتحدة تخبئ بين طياتها النوع ذاته من الترابط.

62- تعليق على القاعدة القانونية:

NYSE Listed Company Manual Rule 303A(5)(b)(ii).

63- Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options», University of Chicago Law Review 69 (2002): 847.

64- Khurana, Searching for a Corporate Savior.

65- Michael S. Weisbach, «Outside Directors and CEO Turnover», Journal of Financial Economics 20 (1998): 453 - 454.

بعض الدراسات الأخرى التي ركزت اهتمامها على الشركات العاملة في قطاع الصناعة تبين أيضاً أن حضور أصحاب المناصب بين أعضاء المجلس يقلص من احتمال إقالة المدير العام في حالة الأداء الضعيف. وعلى سبيل المثال فقد وجد وورين بوكر أن احتمال استبدال المدير العام ذي الأداء الضعيف يتناقص بوضوح في شركات تصنيع أنصاف النواقل مع ازدياد نسبة الأعضاء الداخليين (من أصحاب المناصب) في مجلس إدارة الشركة. انظر:

Warren Boeker, «Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top», Administrative Science Quarterly 37 (1992): 400 - 418.

وليس مفاجئاً أن احتمال إقالة المدير العام لأسباب تتعلق بضعف الأداء في الشركات التي يشغل فيها المدير العام ذاته منصب رئيس مجلس الإدارة أصغر بوضوح منه في الشركات النظيرة التي يسود فيها الفصل بين المنصبين.

Vidhan K. Goyal and Chul W. Park, "Board Leadership Structure and CEO Turnover», Journal of Corporate Finance 8 (2002): 49 - 66.

66- Denis B. K. Lyons, «CEO Casualties: A Battlefront Report», Directors & Boards (1999): 43 - 45.

67- Holman W. Jenkins, «Outrageous CEO Pay Revisited», Wall Street Journal, October 2, 2002, A17.

68- Narayanan Subramanian, Atreya Chakraborty, and Shahbaz Sheikh, «Performance Incentives, Performance Pressure, and Executive Turnover», working paper, Brandeis University, 2003.

69- Chris McNeil, Greg Niehaus, and Eric Powers, «Management Turnover in Subsidiaries of Conglomerates versus Stand-Alone Firms», working paper, School of Business, Penn State Erie, and Moore School of Business, University of South Carolina, 2003.

70- انظر على سبيل المثال

Ira M. Millstein and Paul W. MacAvoy, "The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation," Columbia Law Review 98 (1998): 12831321-; and Mark J. Loewenstein, "The Conundrum of Executive Compensation," Wake Forest Law Review 35 (2000): 15.

3- قدرة المسهمين المحدودة على التدخل

عبارة مقتبسة عن بريم ڤ. آيسنر،

Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244, 262 (Del. Sup. 2000).

1- Linda J. Barns, «The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay,» Indiana Law Review 68 (1992): 82.

2- Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244, 259 - 63 (Del. Sup. 2000).

3- Zupnick v. Goizueta, 698 A.2d 384 (Del. Ch. 1997).

4- Steyner v. Meyerson, C. A. No. 13139, 1995 WL 441999 (Del. Ch. 1995).

5- Mark J. Loewenstein, «Reflections on Executive Compensation and a Modest Proposal for (Further) Reform,» Southern Methodist University Law Review 50 (1996): 201 - 223 .

6. Randall S. Thomas and Kenneth J. Martin, «Litigating Challenges to Executive Pay: An Exercise in Futility?» Washington University Law Quarterly 79 (2001): 576 - 579.

7- Bnehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. Sup. 2000); In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 825 A.2d 275 (Del. Ch. 2003).

8- نقاش عبر الهاتف في 6 آب/أغسطس 2003 مع كل من ألي موناكو و أنيك دنينغ من مركز بحوث مسؤولية حماية المستثمرين (IRRC). كانت أنيك دنينغ قد أجرت دراسة بتكليف من المركز IRRC وجد فيها أن 40 بالمئة فقط من شركات إس & بي 500، و 35 بالمئة فقط من شركات إس & بي 1500 كانت قد اعتمدت برامج تعويضات قائمة على خيارات الأسهم لا تتمتع بمصادقة المسهمين.

9- Randall S. Thomas and Kenneth J. Martin, «The Determinants of Shareholder Voting on Stock Option Plans», Wake Forest Law Review 35 (2000): 46 - 51.

10- للاطلاع على مثال لمواد الدعاية الانتخابية التي تنطلق من أن الأثر الوحيد لنتيجة تصويت المسهمين هو تحديد ما إذا كانت الشركة ستستوفي الشروط المطلوبة لاقتطاع تعويضات المديرين المطروحة للتصويت، التي تصر الشركة على اعتمادها في جميع الأحوال، من الالتزامات الضريبية أم لا، انظر:

Finova Group Inc., Schedule l4A (filed on April 2, 1997); and Home Depot Schedule 14A (filed on April 19, 2002).

11- إدراك هذه الحقيقة قاد هيئة الأوراق والأسواق المالية في العام 2003 إلى إلزام الصناديق التعاونية بإشهار تصويتها. انظر:

Investment Advisers Act Release No. 2106 (January 31, 2003); Finul Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies; SEC, 7 CFR Parts 239, 249, 270, and 2; Release Nos. 33 - 8188, 34 - 47304, IC - 25922; File No. S7 - 36 - 02; RIN 3235 - AI64.

لكن لما كان المستثمرون يبنون خياراتهم فيما يخص الصناديق التعاونية على قاعدة الأداء الاستثماري لكل من تلك الصناديق وليس على قاعدة المواقف الانتخابية التي تبدر عن كل منها لدى مشاركته في التصويت على قضايا حوكمة الشركات، فإننا لا نتوقع أن وجوب الإشهار يمثل حلاً حقيقياً لمشكلة انحياز الصناديق التعاونية إلى صف المديرين في عمليات التصويت. والسبيل الأكثر فاعلية لحل مشكلة الانحياز تلك إنما يكمن باعتقادنا في اشتراط تصويت المسهمين في جو من السرية التامة.

12- David Parthiban, Rahul Kochar, and Edward Levitas, «The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation,» Academy of Management Journal 41 (1998): 200 - 208.

13- Pui-Wing Tam, «Hewlett Sues, Seeking to Foil Compaq Deal,» Wall Street Journal, March 29, 2002, A3.

14. Jennifer E. Bethel and Stuart L. Gillan, «The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting,» Financial Management 31 (2002): 29.

15- Stuart L. Gillan, «Option-Based Compensation: Panacea or Pandora's Box?» Journal of Applied Corporate Finance 14 (2001): 124.

16- Bethel and Gillan, «The Impact», 44.

17- انظر:

SEC Release No. 34 - 48108 (File Nos. SR - NYSE - 2002 - 46 and SR -NASD -2002 - 140) (June 30, 2003); and SEC Release No. 34 - 48872 (File No. SR - Amex - 2003 - 100) (December 3, 2003).

18- Thomas and Martin, «The Determinants,» 58 - 59.

19- انظر:

Georgeson Shareholder, «Annual Corporate Governance Review» (2003): 3; and Brian R. Cheffins and Randall S. Thomas, «Should Shareholders Have a Greater Say over Executive Pay? Learning from the U.S. Experience», Journal of Corporation Law Studies 1 (2001): 301.

يبين شيفينس و توماس أن الموسم الانتخابي للعام 2000 قد سجل قيام حملة الأسهم بإطلاق مشروعات توصيات تتعلق بتعويضات المديرين في 83 شركة من بين الشركات الألف الرائدة بين عموم الشركات المسهمة العامة في الولايات المتحدة.

20- Randall S. Thomas, and Kenneth J. Martin, «Should Labor Be Allowed to Make Shareholder Proposals?» Washington Law Review 73 (1998): 41, 68, 76.

21- Andrew Countryman, «Board Term Battle Heats Up: Shareholder Activists Pushing for Switch to Annual Elections,» Chicago Tribune, June 16, 2003, 1.

22- Tom Petruno, «Activist Investors Making Inroads,» Los Angeles Times, May 18, 2003, Pt. 3, 1.

تبعاً للمعطيات التي تم جمعها من قبل مركز خدمات المستثمرين المؤسساتيين فإن نسبة ما قد دخل حيز التنفيذ إلى اليوم من عموم قرارات التوصية التي حظيت بتأييد غالبية حملة الأسهم لا تتجاوز 10 بالمئة فقط. وقد شهدت هذه النسبة بعض الازدياد في الآونة الأخيرة لكنها لم تزد بعد على 30 بالمئة. نود هنا أن نعبر عن خالص شكرنا وامتناننا للسيد باتريك ماكغارن، نائب رئيس مركز خدمات المستثمرين المؤسساتيين لتكرمه بتزويدنا بهذه المعلومات.

4- حدود قوى السوق

عبارة مقتبسة عن فرانك إتش. إيستربروك،

Frank H. Easterbrook, «Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence,» Delaware Journal of Corporate Law 9 (1984): 570.

1- Frank H. Easterbrook, «Managers' Discretion and Investors' Welfare»; Daniel R. Fischel, «The 'Race to the Bottom' Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's

Corporation Law,» Northwestern University Law Review 76 (1982): 9 16 - 920 ; and Eugene F. Fama, «Agency Problems and the Theory of the Firm,» Journal of Political Economy 88 (1980): 289.

2- Lucian A. Bebchuk, «Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law,» Harvard Law Review 105 (1992): 1461 - 1467 ; Lucian A. Bebchuk, «Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments,» Harvard Law Review 102 (1989): 1840 - 1846; Lucian A. Bebchuk and Mark J. Roe, «A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance,» Stanford Law Review 52 (1999): 142 - 153.

توضح هذه الأعمال أسباب عجز قوى السوق عن أن تضمن أن قرارات أصحاب المناصب بشأن إعادة الاندماج، بشأن تعديل ميثاق الشركة، وبشأن بنية ملكية الشركة، سوف تنحو بالفعل المنحى الذي يجسد مصالح حملة الأسهم بالشكل الأمثل.

3- C. Edward Fee and Charles J. Hadlock, «Raids, Rewards, and Reputations in the Market for CEO Talent,» Review of Financial Studies 16 (2003): 1327.

يبين القائمون بهذه الدراسة أن نسبة التعيينات الخارجية بين عموم تعيينات المديرين العامين التي جرت أثناء المدة 1990-1998 والبالغ عددها 1,200 لا تتجاوز 26.5 بالمئة فقط.

4- Melvin A. Eisenberg, «The Structure of Corporation Law» Columbia Law Review 89 (1989): 1495.

5- Fee and Hadlock, «Raids, Rewards, and Reputations,» 1352.

6- يسوق بيري و زينر تقديرات مفادها أن المدير العام الأوسط على صعيد شركات إس & بي 1500 قد ربح أو خسر أثناء العام 1997 ما قيمته 11.5$ مقابل كل 1,000$ ربحها أو خسرها المسهمون.

Tod Perry and Marc Zenner, «CEO Compensation in the 1990s: Shareholder Alignment or Shareholder Expropriation?» Wake Forest Law Review 35 (2000): 149.

وبصورة مشابهة فقد قدر هول و ليبمان حساسية ثروة المدير العام لقيمة رأس المال المسهم

أثنــاء العام 1998 بما يقــارب 11$ لكل 1,000$، وقــد استندا في حسابهمــا التقديري إلى شركة قياسية تبلغ القيمة السوقية لرأس مالها 1 مليار $.

Brian J. Hall and Jeffrey B. Liebman, «The Taxation of Executive Compensation,» Tax Policy and the Economy, vol. 14, edited by James Poterba (Cambridge, MA: MIT Press, 2000), 6, fig. 1.

ومــن المرجح أن حساسيــة ثروة المدير العام لقيمــة رأس المال المسهم قد أخــذت قيماً أكثر انخفاضاً في الماضي. استناداً إلى المعطيات المتوافرة عن المدة 1974 - 1986 قام جينسن و موري في بإجــراء حساب تقديــري لحساسية ثروة المدير العــام لقيمة رأس المال المسهــم أثناء تلك المدة المبكرة، وخلصا في ذلك إلى القيمة 3.25 $ لكل 1,000 $، وهي قيمة تضمنت تعديلاً بمقدار 0.30 $ لكل 1,000 $ يأخذ بالحسبان خطر التعرض للإقالة. انظر:

Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, «Performance Pay and Top-Management Incentives,» Journal of Political Economy 98 (1990): 261.

7- أول دراســة تسلط الضوء علــى أهمية بورصة حكم الشركات (بورصــة الاستيلاء) بصفتها مصدراً من مصادر الالتزام كانت

Henry G. Manne, «Mergers and the Market for Corporate Control,» Journal of Political Economy 73 (1965): 110 - 120 .

8- Lucian Bebchuk, John Coates IV, and Guhan Subramanian, «The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy,» Stanford Law Review 54 (2002): 887 - 951.

9- Marcel Kahan and Ed Rock, «How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law» University of Chicago Law Review 69 (2002): 871- 915.

10- Anup Agrawal and Ralph A. Walking, «Executive Careers and Compensation Surrounding Takeover Bids,» Journal of Finance 49 (1994): 986.

تناولــت هذه الدراسة الشركات المدرجة في قائمة فوربــس 800 أثناء الثمانينيات. وقد وجد القائمان بالدراسة أن عروض الاستيلاء كانت أكثر شيوعاً في حقول العمل التي درجت شركاتها

علـى منـح المدير العام أجوراً مفرطـة، لكنهما لم يقعا على أي فارق واضـح في تعويضات المدير العـام ضمن حـدود حقول العمل تلك بين الشـركات التي كانت هدفاً لبعضـ عروض الاستيلاء والشركات الأخرى التي لم تكن كذلك.

11- انظر:

Lynn Stout, «The Unimportance of Being Efficient,» Michigan Law Review 87 (1988): 645 - 647,

للاطلاع على مناقشة تفصيلية لمصادر رأس المال في الشركات المسهمة العامة.

12- في حالـة الاعتماد علـى الاستدانة كمصدر للتمويل تسهم ترتيبـات التعويضات التي تشجع المديرين على المغامرة المفرطة في زيادة تكاليف الدين. غير أن زيادة تكاليف الدين، شأنها شأن التمويل القائم على حقوق الملكية، لا تقوى على الحيلولة دون مشروعات التوسع الممولة بالديـن، وإنما تخفض فقـط من قيمة حصص حملـة الأسهم القائمة مـن ملكية الشركة. وفضلاً عن ذلك فإن المديرين لن يتحملوا إلا القدر القليل من تلك التكاليف.

13- Easterbrook, «Managers' Discretion and Investors' Welfare»

14- Jean Tirole, The Theory of Industrial Organization (Cambridge, MA: MIT Press, 1988): 277 - 303.

5- وجهة النظر القائمة على سلطة المديرين

عبارة مقتبسة عن مدير عام واحدة من الشركات المدرجة في قائمة فورشن 500 فضّل عدم الإفصاح عن هويته، وذلك في مقابلة أجرتها معه المجلة

Anonymous Fortune 500 CEO, interviewed in Carol J. Loomis, «This Stuff is Wrong,» Fortune, June 25, 2002, 82.

1- إننـا لنجـد سيناريو سلطـة المديرين في روح أدبيـات الاقتصاد التي تبحـث في سلطة وكلاء معينين في المؤسسات، وفي قدرة هؤلاء الوكلاء على استخلاص المكاسب المجانية. انظر على سبيل المثال:

Jack Hirshleifer, «Competition, Cooperation, and Conflict in Economics and Biology,» American Economic Review 68 (1978): 238 - 243 ; Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales,

«Power in a Theory of the Firm,» Quarterly Journal of Economics 113 (1998): 387 - 432; and Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales, «The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Theory of the Origin and Growth of Firms,» Quarterly Journal of Economics 116 (2001): 805 - 851.

ومع ذلك فإن معظم خبراء الاقتصاد المالي المهتمين تحديداً بمسألة تعويضات المديرين قد دأبوا على افتراض التعاقد على مطال الذراع، ولم يعيروا إلا القليل من الاهتمام للدور الذي تضطلع به سلطة المديرين.

2- للوقوف على تحقيق يقيم الدليل على توزع السلطة بين اثنين أو أكثر من المديرين انظر

Sydney Finkelstein, «Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation,» Academy of Management Journal 35 (1992): 505 - 538.

3-James Wade, Charles A. O'Reilly III, and Timothy Pollock, «Overpaid CEOs and Underpaid Managers: Equity and Executive Compensation,» working paper, University of Wisconsin-Madison, Stanford University, and University of Maryland, 2004, 27.

4- في بعض الحالات قد تولد أجور المدير العام المفرطة جواً من الاستياء بين صفوف كبار المديرين التنفيذيين الآخرين. عندها، إذا ما قبلنا بواقع تعويضات المدير العام المفرطة، فإن زيادة أجور المديرين الآخرين من شأنها أن تخفف من حدة استيائهم من أجور زميلهم المدير العام، وتحسن من علاقات العمل التي تجمعهم مع المدير العام، وتعود في نهاية المطاف بالفائدة على حملة الأسهم. لكن حتى في حالة كهذه فإن تقديم بعض المكاسب المجانية للمديرين الآخرين يعود على حملة الأسهم ببعض الفائدة فقط في ظل الواقع الذي تفرضه المكاسب المجانية التي يستأثر بها المدير العام لنفسه. والنقطة المهمة هنا هي أن المكاسب المجانية الفياضة، حتى لو عادت ببعض الفائدة على المسهمين، لا تغير من حقيقة أن ترتيبات أجور المديرين التي تسمح بتلك المكاسب تبتعد بوضوح عن ترتيبات تعويضات المديرين، بمن فيهم المدير العام ذاته، التي كانت ستخرج إلى النور في تعاقد قائم على مطال الذراع.

5- Jay W. Lorsch and Elizabeth M. Maclver, Pawns or Potentates? The Reality of America's Corporate Boards (Boston: Harvard Business School Press, 1989), 23 - 31.

6- انظر:

Matthew Brelis, «GE, Welch Agree to Slash His Perks: Retired CEO Will Retain Office, Staff, Lose Many Benefits,» Boston Globe, September 17, 2002, Dl.

7- Linda C. Quinn, «Executive Compensation under the New SEC Disclosure Requirements,» in Seventh Annual Corporate Law Symposium: Executive Compensation, University of Cincinnati Law Review 63 (1995): 770 - 771.

8- انظر على سبيل المثال

Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options,» University of Chicago Law Review 69 (2002): 847 - 869; Holman W. Jenkins Jr., «Business World: Outrageous CEO Pay Revisited,» Wall Street Journal, October 2, 2002, A17.

9- Randall S. Thomas and Kenneth J. Martin, «The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation», University of Cincinnati Law Review 67 (1999): 1021 - 1065.

10- Kenneth J. Martin and Randall S. Thomas, «When Is Enough, Enough? Market Reaction to Highly Dilutive Stock Option Plans and the Subsequent Impact on CEO Compensation», Journal of Corporate Finance (forthcoming).

11- Alexander Dyck and Luigi Zingales, «The Corporate Governance Role of the Media,» working paper, Harvard Business School and the University of Chicago, 2002; and Alexander Dyck and Luigi Zingales, «Private Benefits of Control: An International Comparison,» Journal of Finance 59 (2004): 537- 600.

12- Robert Monks and Nell Minow, Corporate Governance, 2nd ed. (Cambridge, MA: Blackwell Publishing, 1995), 399 - 411.

13- Judith Dobrzynski, «Ca1PERS Is Ready to Roar, but Will CEOs Listen?» Business Week, March 30, 1992, 44.

14- YiLin Wu, «The Impact of Public Opinion on Board Structure Changes, Director Career Progression, and CEO Turnover: Evidence from Ca1PERS' Corporate Governance Program,» Journal of Corporate Finance 10 (2004): 199.

15- تبين الدراسات أن 65 بالمئة على الأقل من الشركات الأمريكية تستخدم مستشاري التعويضات.

John M. Bizjak, Michael L. Lemmon, and Lalitha Naveen, «Has the Use of Peer Groups Contributed to Higher Levels of Executive Compensation?» Working paper, Portland State University, 2000, 10, 44.

16- James B. Wade, Joseph F. Porac, and Timothy G. Pollock, «Worth, Words, and the Justification of Executive Pay», Journal of Organizational Behavior 18 (1997): 657, 658.

17- Joseph F. Porac, James B. Wade, and Timothy G. Pollock, «Industry Categories and the Politics of the Comparable Firm in CEO Compensation,» Administrative Quarterly 44 (1999): 112 - 144.

18- Kevin J. Murphy, «Politics, Economics, and Executive Compensation» University of Cincinnati Law Review 63 (1995): 736.

19- Bizjak, Lemmon, and Naveen, «Has the Use of Peer Groups» 2 - 3.

20- Kevin J. Murphy, «Executive Compensation,» in Handbook of Labor Economics, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashenfelter and David Card (New York: Elsevier, 1999), 2485, 2517 - 2518; Graef S. Crystal, In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives (New York: W. W. Norton, 1991), 219; and Shawn Tully, «Raising the Bar,» Fortune, June 8, 1998, 272.

21- Harvard Business School Dean Kim B. Clark, prepared remarks, National Press Club, February 26, 2003.

22- Murphy, «Explaining Executive Compensation»; and Brian J. Hall and Kevin J. Murphy,

«The Trouble with Stock Options,» Journal of Economic Perspectives 17 (2003): 64 - 65 . See also Franklin Snyder, «More Pieces of the Compensation Puzzle,» Delaware Journal of Corporate Law 28 (2003): 133.

23- Holman W. Jenkins Jr., «Business World: Outrageous CEO Pay Revisited,» Wall Street Journal, October 2, 2002, Al7.

24- انظر على سبيل المثال:

Brian Hall and Kevin J. Murphy, «The Trouble with Stock Options» 65.

26- Murphy, «Executive Compensation,» 2493.

27- الانهيـار الذي اجتـاح السوق في العام 1929 قـاد إلى سن قوانـين الأوراق المالية الأمريكية الأولى في العامين 1933 و 1934. كذلك فإن الانهيار الذي شهدته السوق أخيراً قد قاد بدوره إلى إصدار قانون ساربنس - أوكسلي في العام 2002.

28- انظر على سبيل المثال

Melvin A. Eisenberg, «Corporate Law and Social Norms,» Columbia Law Review 99 (1999): 1253 - 1292 ; and Symposium on Norms and Corporate Law, University of Pennsylvania Law Review 149 (2001): 1607 - 2191.

29- Andrew Balls, «Ill - judged Incentives: Share Options Are a Poor Way to Make Executives Act in Shareholders' Interests,» Financial Times, November 12, 2002, 13.

30- Murphy, «Explaining Executive Compensation,» 847; and Hall and Murphy, «The Trouble with Stock Options», 49 - 70.

6- العلاقة بين السلطة والأجر

عبارة مقتبسة عن جون إي. كور، مأخوذة من

John E. Core, Robert W. Holthausen, and David F. Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance» Journal of Financial Economics 51(1999): 372.

1- Core, Holthausen, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance,» 372 - 373.

2- David Yermack, «Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors» Journal of Financial Economics 40 (1996): 205.

3- Core, Holthausen, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance» 372 - 373.

4- Core, Holthausen, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance» 372 - 373.

5- Vidhan K. Goyal and Chul W. Park, «Board Leadership Structure and CEO Turnover» Journal of Corporate Finance 8 (2002): 49 - 66.

6- Richard Cyert, Sok-Hyon Kang, and Praveen Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top - Management Compensation: Theory and Evidence». Management Science 48 (2002): 453 - 469; James Wade, Charles A. O'Reilly III, and Ike Chandratat, «Golden Parachutes, CEOs, and the Exercise of Social Influence», Administrative Science Quarterly 35 (1990): 592 - 593 ; Martin J. Conyon and Kevin J. Murphy, «The Prince and the Pauper? CEO Pay in the U.S. and the U.K»., Economic Journal 110 (2000): 640 - 671; and Core, Holthausen, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance», 371- 406.

7- Core, Holthausen, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance», 372 - 373; and Cyert, Kang, and Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation», 453 - 469.

8- Harley E. Ryan Jr. and Roy A. Wiggins III, «Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring», working paper, Louisiana State University and Bentley College, 2003, 25.

9- Kevin Hallock, «Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation» Journal of Financial and Quantitative Analysis 32 (1997): 332.

10- Brian G. Main, Charles A. O'Reilly III, and James Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives», Industrial and Corporate Change 11 (1995): 293 - 332.

11- Harry A. Newman and Haim A. Mozes, «Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices?» Financial Management 28 (1999): 41 - 53.

12- Cyert, Kang, and Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top- Management Compensation», 453 - 469.

13- Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, «Large Shareholders and Corporate Control,» Journal of Political Economy 94 (1986): 461 - 688.

14- Cyert, Kang, and Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top- Management Compensation,» 453 - 469.

15- Core, Holthausen, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance» 372 - 373; and Richard A. Lambert, David F. Larcker, and Keith Weigelt, «The Structure of Organizational Incentives» Administrative Science Quarterly 38 (1993): 438 - 461.

16- Donald C. Hambrick and Sydney Finkelstein, «The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of CEO Pay Raises» Strategic Management Journal 16 (1995): 175 - 193; and Henry L. Tosi Jr. and Luis R. Gomez - Mejia, «The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective» Administrative Science Quarterly 34 (1989): 181.

17- Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, «Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are» Quarterly Journal of Economics 116 (2001): 929.

18- Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, «Agents With and Without Principals» American Economics Review 90 (2000): 205.

19- Jay C. Hartzell and Laura T. Starks, «Institutional Investors and Executive Compensation» Journal of Finance 58 (2003): 2351 - 2374. See also Parthiban David, Rahul Kochar, and Edward Levitas, «The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation» Academy of Management Journal 41 (1998): 200 - 208.

20- David, Kochar, and Levitas, «The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation» 200 - 208.

21- Kenneth A. Borokhovich, Kelly R. Brunarski, and Robert Parrino, «CEO Contracting and Anti - Takeover Amendments» Journal of Finance 52 (1997): 1503 - 1513.

22- Anup Agrawal and Charles R. Knoeber, «Managerial Compensation and the Threat of Takeover» Journal of Financial Economics 47 (1998): 219.

23- Shijun Cheng, Venky Nagar, and Madhav V. Rajan, «Identifying Control Motives in Managerial Ownership: Evidence from Antitakeover Regulation» Review of Financial Studies (forthcoming).

24- Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, «Is There Discretion in Wage Setting? A Test Using Takeover Legislation» Rand Journal of Economics 30 (1999): 535; Gerald T. Garvey and Gordon Hanka, «Capital Structure and Corporate Control: The Effect of Antitakeover Statutes on Firm Leverage» Journal of Finance 54 (1999): 519, 520; and Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, and Andrew Metrick, «Corporate Governance and Equity Prices» Quarterly Journal of Economics 118 (2003): 107 - 155.

25- Gompers, Ishii, and Metrick, “Corporate Governance and Equity Prices,” 107 - 155.

26- Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options» University of Chicago Law Review 69 (2002): 853.

27- Robert Parrino, «CEO Turnover and Outside Succession: A Cross-Sectional Analysis» Journal of Financial Economics 46 (1997): 168.

28- Bertrand and Mullainathan, «Agents With and Without Principals» 205.

7- نفوذ المديرين في ساعة الرحيل

عبارة مقتبسة عن محام خبير في قانون الشركات في مقابلة أجرتها معه مجلة فورشن

John E. Core, Robert W. Holthausen, and David F. Larcker, Corporate Corporate lawyer interviewed in Suzanne Koudsi, «First, Why CEOs Are Paid so Much to Beat It», Fortune, May 29, 2000, 34 - 35.

1- Mattel proxy statement filed with SEC, April 28, 2000, 24 - 25.

2- Joann S. Lublin, «As Their Companies Crumbled, Some CEOs Got Big-Money Payouts» Wall Street Journal, February 26, 2002, B1.

3- Rakesh Khurana, Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2002), 3 - 4.

4- Dan Sabbagh, «Orange Chief Received $70m in Two Severance Payments» Times (London), March 12, 2003, 25.

5- Jay C. Hartzell, Eli Ofek, and David Yermack, «What's in It for Me? CEOs Whose Firms Are Acquired» Review of Financial Studies 17 (2004): 37 - 61.

6- للاطلاع على مزيد من التفاصيل حول أحداث القصة التي أتينا على ذكرها في هذه الفقرة انظر

Andrew Ross Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall» New York Times, April 7, 2002, sec. 3, 1.

7- Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall».

8- Hartzell, Ofek, and Yermack, «What's in It for Me?»

9- Julie Wulf, «Do CEOs in Mergers Trade Power for Premium? Evidence from ‘Mergers of Equals» Journal of Law, Economics and Organization 20 (2004): 60 - 101.

10- «Retired Kodak CEO Received 47% Boost in His Bonus in 1999» Wall Street Journal, March 14, 2000, A8.

11- Justin Fox, «The Amazing Stock Option Sleight of Hand» Fortune, June 25, 2001, 86 - 92.

12- Joann S. Lublin, «Executive Pay under the Radar» Wall Street Journal, April 11, 2002, B7.

13- Lublin, «Executive Pay under the Radar» B7.

14- Gary Strauss, «CEOs Cash In after Tenure» USA Today, April 25, 2002, money section, B1.

8- المكاسب التقاعدية

عبارة مقتبسة عن: جوان إس. لوبلين، مأخوذة من

Joann S. Lublin, «How CEOs Retire In Style: Many Former Chief Executives Get Lush Perks and Fat Fees for Limited Consulting Work» Wall Street Journal, September 13, 2002, B1.

1- لقد استعرنا تعبير «مكاسب مسروقة» من روبرت مونكس، الذي استخدمه لوصف تعويضات المديرين الممنوحة لهم على شكل خيارات الأسهم؛ لأن ذلك الوجه من وجوه الأجر لا يدخل في بيانات الشركة المالية.

Robert A. G. Monks, The Emperor’s Nightingale: Restoring the Integrity of the Corporation in the Age of Shareholder Activism. (Boston: Addison-Wesley, 1999), 5962-.

2- لتوضيح الآلية التي تتم فيها الاستفادة من التخفيض الضريبي في صناديق التقاعد المؤهلة، ننظر إلى المثالين التاليين اللذين يقومان على شركة افتراضية وموظف افتراضي. لنفترض أن الشركة والموظف يخضعان لنسبة ضريبة الدخل الكلي نفسها البالغة 40%، بما في ذلك الدخل الناتج عن أرباح رأس المال. ولنفترض أيضاً أن الشركة والموظف قادرين على

تحقيق نسبة إيرادات الاستثمار نفسها في مدة ما قبل التقاعد وما بعده، والبالغة 100% قبل احتساب الضريبة.

المثال 1: يقوم الموظف باستثمار أمواله خارج الصندوق المؤهل. لنفترض أن الشركة تدفع للموظف 100$ في مدة ما قبل التقاعد. تخفض الشركة 100$ من دخلها الخاضع للضريبة مخفضة التزامها الضريبي بواقع 40$. أما الموظف فيدفع ضريبة بمقدار 40$ ويستثمر المبلغ الباقي وهو 60$، الذي سيغدو 120$ حين يخرج على التقاعد - بربح قدره 60$. يخضع هذا الربح لضريبة دخل قدرها 24 $ (40% من 60%)، ما يترك للموظف 96$ حين يتقاعد (60$ + 36$).

المثال 2: تقوم الشركة باستثمار أموال الموظف في ظل صندوق التقاعد المؤهل. لنفترض أن الشركة تساهم بمبلغ 100$ تدفعها في الصندوق في حقبة ما قبل التقاعد. تقوم الشركة هنا أيضاً بتخفيض مبلغ 100$ من دخلها الخاضع للضريبة مخفضة التزامها الضريبي بواقع 40$. ينمو رأس المال البالغ 100$ ليغدو 200$ لدى دخول الموظف سن التقاعد - ما يعني ربحاً قدره 100$. ينتقل هذا المبلغ (200$) إلى الموظف حين يتقاعد ليدفع منه 80$ ضريبة دخل (40% من 200$) ويحتفظ بمبلغ 120$، أي أكثر بمبلغ 24$ مما يحتفظ به في المثال 1، حيث حصل الموظف من الشركة على 100$ في مدة ما قبل التقاعد واستثمرها على مسؤوليته. إن الربح الإضافي الذي حصل عليه الموظف في المثال 2 لم يكن على حساب الشركة: ففي المثالين تحملت الشركة في مدة ما قبل التقاعد كلفة بلغت 60$ بعد احتساب الضرائب.

3- أعدت شركة كلارك للاستشارات تقريراً جاء فيه أن نحو 70% من الشركات التي استجابت للاستبيان الذي أجرته قد اعتمدت صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين.

Clark Consulting, «Executive Benefits: A Survey of Current Trends: 2003 Results» 26.

4- بوسع أي شركة أن تعفي عوائد استثمارات صندوق التقاعد التكميلي الخاص بمديريها من الضرائب، وذلك عبر استثمار أموال تلك الصناديق بشراء بواليص تأمين على حياة مديريها وبقية موظفيها. لكن بسبب الرسوم التي يجب أن تدفع لشركة التأمين، فإن آلية توفير الضرائب هذه محفوفة بتكاليف مرتفعة تتحملها الشركة المشغلة، لا المديرين المستفيدين من الصندوق. بالمقابل، إذا أعطي المديرون المبالغ المحجوزة على أسمائهم

في الصنـدوق، فإنه سيكـون بوسعهم استثمارها بعيداً عن الضرائـب أثناء شراء سناهيات متغيرة، دون أن تتحمل الشركة المشغلة أي أعباء إضافية.

5- لتبيان ما يسببه صندوق التقاعد التكميلي الخاص بالمديرين من أعباء أو تخفيضات ضريبية علـى الأطراف كافـة، ننظر إلى المثال التـالي وتفسيره، والذي يبني علـى المثالين المدرجين ضمـن الملاحظـة رقم 2. لنفترض من جديـد أن الشركة والموظف يخضعـان لنسبة ضريبة الدخل الكلي نفسها البالغة 40%، بما في ذلك الدخل الناتج عن أرباح رأس المال. ولنفترض أيضاً أن الشركة والموظف قادرين على تحقيق نسبة إيرادات الاستثمار نفسها في مدة ما قبل التقاعد وما بعده، والبالغة 100% قبل احتساب الضريبة.

المثـال 3: تقـوم الشركة باستثمار حصة المدير من صنـدوق التقاعد التكميلي الخاص وغير المؤهـل. لنفترض أن شركة ما تسعـى إلى اعتماد صندوق التقاعـد التكميلي الخاص لكي تقدم للمدير المعاش التقاعدي نفسه الذي يحصل عليه الموظف في المثال 2 من صندوق التقاعد المؤهل. فكما في المثال 2، تضع الشركة 100$ جانباً لتمويل تقاعد المدير، فيصبح المبلغ حين تقاعد المدير 200$. يحصـل المديـر المتقاعد على هذا المبلغ (200$) ويدفع منه كما الموظف 40$ ضريبة دخل – مـا يعني ضريبة قدرهـا 80$. فالمدير يحتفظ إذاً كما الموظف في المثال 2 بمبلغ 120$، أي أكثر بـ 24$ من الموظف الآخر في المثال 1.

لننظر الآن إلى ما يجلبه صندوق التقاعد التكميلي الخاص بالمديرين من أعباء على الشركة. في المثالين 1 و2 ضمن الملاحظة 2، خفضت الشركة تكليفها الضريبي بمقدار 40$ في مدة ما قبل التقاعـد عندما دفعت للموظف 100$ أو وضعـت 100$ على اسمه في صندوق التقاعد المؤهل. أما في المثال 3 فإن الشركة تخفض تكليفها الضريبي بمقدار 80$ في مرحلة تقاعد المدير عندما تدفع لـه مبلغ 200$. لكن على الشركـة أن تضيف إلى دخلها الخاضع للضريبة في مرحلة التقاعد مبلغ 100$ الـذي يمثـل ربح استثمار حصـة المدير من الصندوق، ما يرفع التكليـف الضريبي للشركة بمقدار 40$ في مرحلة التقاعد. إن الأثر الصافي الناتج عن دفع 200$ للمدير وربح 100$ يتمثل في تخفيض التكليف الضريبي للشركة بمقدار 40$ في مرحلة تقاعد المدير.

لـو كانـت الشركة خفضت تكليفهـا الضريبي بمقدار 40$ في مدة ما قبـل تقاعد المدير عوضاً عـن تخفيضـ تكليفها بالمقدار نفسه لكـن في مرحلة التقاعد، لكانت استثمـرت هذا المبلغ (40$) وحصـدت من ذلك الاستثمار مبلغ 40$ (100% من مبلغ الـ 40$) حين تقاعد المدير، ولكان عليها أن تدفع ضريبة دخل 40% على هذا المبلغ، بحيث يبقى للشركة 64$. بالمقابل لم يبق للشركة سوى

40$ (أقل بـ 24$ من الحالة الراهنة) عندما خفضت تكليفها الضريبي بمقدار 40$ في مرحلة التقاعد. فالشركة في المثال 3 تتحمل أعباء أكبر مما تتحمله في المثال 2، حين خفضت تكليفها الضريبي بمقدار 40$ في مدة ما قبل التقاعد. إن المربح البالغ 24$، الذي يحصده المدير من اعتماد صندوق تقاعد غير مؤهل جرى تصميمه بحيث يقدم للمدير المزايا نفسها التي يقدمها الصندوق المؤهل للموظف العادي، إنما يأتي على حساب الشركة المشغلة.

6- للحصول على شرح واف للتأثيرات الضريبية التي يخلفها استثمار التعويضات المؤجلة باعتماد إجراءات مشابهة لصناديق تقاعد المديرين التكميلية الخاصة ضمن سيناريوهات متعددة ومتنوعة، انظر:

Myron S. Scholes, Mark A. Wolfson, Merle Erickson, Edward L. Maydew, and Terry Schevlin, Taxes and Business Strategy: A Panning Approach, 2nd ed. (Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2002), 181 - 185.

7- من شأن الكفاءة الضريبية لصندوق التقاعد التكميلي الخاص بالمديرين أن تتأثر بالتغيرات المتوقعة لنسب الضرائب المفروضة على الشركة (أو على المدير) مع مرور الزمن. فإذا كانت الشركة تعاني في الوقت الراهن من الخسارة على سبيل المثال، وهي تالياً غير قادرة على الاستفادة من خصم تعويضات المديرين من تكليفها الضريبي في المرحلة الراهنة، لكنها تتوقع ارتفاعاً في تكليفها الضريبي مستقبلاً، فإن خطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين تكون حينئذ أكثر جدوى، إذا ما كانت جميع الشروط الأخرى واحدة في الحالتين.

8- Clark Consulting, «Executive Benefits: A Survey of Current Trends: 2003 Results» 26.

9- Steven Balsam, An Introduction to Executive Compensation (San Diego, CA: Academic Press, 2002): 175.

10- انظر على سبيل المثال:

Mike Blahnik, «For CEO Pensions, Rank Has Its Privileges» Star Tribune (Minneapolis, MN), May 18, 2003, 1A.

11- انظر:

International Business Machine Schedule 14A (filed on March 12, 2001): 18.

12- لنأخذ مثالاً آخر. ترك جاك ويلش المدير العام السابق لشركة جينيرال إلكتريك بمعاش تقاعدي سنوي مقداره 10 ملايين $. انظر:

Paul Hodgson, «Golden Parachutes and Cushioned Landings» The Corporate Library (February 2003): 14

لم تظهر هذه القيم الكبيرة المتدفقة سنوياً على شكل معاشات تقاعدية موعودة للمديرين في جداول تعويضات الشركة المعلنة.

13- Cynthia Tichson, quoted in Liz Pulliam Weston, «Despite Recession, Perks for Top Executives Grow» Los Angeles Times, February 1, 2002, A1.

14- انظر:

Glenn Howatt, «HealthPartners Ex-CEO Reaped Bord's Favors: Secret Deals Contributed to $5.5 Million Package» Minneapolis (MN) Star Tribune, January 17, 2003, A1.

ورد في تقرير لمجلة ستار تريبيون أن مجلس إدارة شركة هيلثبارتنرز أقر خطة تقاعد تكميلية خاصة للمدير «بعد أن حصل المدير على تأكيدات بألا يتم الإفصاح عن هذه الخطة إلى العلن» و«بعد أن رفض المدير اقتراحاً بربط المكافآت الواردة في الخطة بأداء الشركة في السوق».

15- بالإضافة إلى ذلك على الشركات أيضاً أن تقدم إلى هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية رسالة من مكتب شؤون العاملين في كل شركة يتبين منها عدد صناديق التقاعد المعتمدة في كل شركة وعدد المستفيدين منها. لكن الشركات لا تستجيب جميعها لهذا المطلب.

Ellen E. Schultz, «Big Send-Off: As Firms Pare Pensions for Most, They Boost Those for Executives» Wall Street Journal, June 20, 2001, A1.

16- انظر:

Joann S. Lublin, «Executive Pay under the Radar» Wall Street Journal, April 11, 2002, B7; and Anne Fisher, «Proxies: The Treasure Is Still Burried» Fortune, June 8, 1998, 285.

17- Financial Accounting Standard no. 132 (revised 2003).

18- Financial Accounting Standard no. 87 (1985).

19- Schultz, «Big Send-Off».

20- في حزيران/يونيو من العام 2004، صادق مجلس النواب الأمريكي على قانون خلق فرص العمل في أمريكا للعام 2004، الذي ينص على عقوبات بحق الشركات التي تستخدم بعض أنواع الأمانات لحماية تعويضات مديريها المؤجلة وإبعادها عن قبضة دائنيها. وقد صادق مجلس الشيوخ على مشروع قانون مشابه في أيار/مايو 2004.

21- جاء في تقرير لشركة كلارك بارديس للاستشارات عام 2001 أن 86% من الشركات التي تجاوبت مع الاستبيان الذي قامت به الشركة تعتمد إجراءات وقائية لحماية صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بمديريها إلى أبعد حد ممكن. انظر:

Clark Bardes Consulting, «Executive Benefits: A Survey of Current Trends: 2001 Results» 33; http://www.clarkconsulting. com/ knowledgecenter/ articles /benefits/20020305.pdf (accessed June 23, 2004); Ron Suskind, «Mor Executives Get Pension Guarantees to Protect against Takeovers, Failures» Wall Street Journal, July 5, 1991, B1; and Theo Francis and Ellen Schultz, «As Workers Face Pension Cuts, Executives Get Rescued» Wall Street Journal, April 3, 2003, C1.

22- Francis and Schultz, «As Workers Face Pension Cuts».

23- Francis and Schultz, «As Workers Face Pension Cuts».

24- Suskind, «Mor Executives Get Pension Guarantees».

25- Suskind, «Mor Executives Get Pension Guarantees».

26- أعدت شركة كلارك للاستشارات تقريراً جاء فيه أن نحو 93% من الشركات التي استجابت للاستبيان الذي أجرته قد اعتمدت خططاً كهذه في العام 2002.

Clark Consulting, «Executive Benefits» 2.

27- على سبيل المثال، عندما يرضى مديرين شركة سيرز و روبوك وشركاؤهم أن يتم تأجيل دفع مكافآتهم وحوافزهم طويلة الأجل، فإنهم يحصلون على علاوات قدرها 20% من قيمة التعويضات المؤجلة.

Ellen E. Schultz and Theo Francis, «Well-Hidden Perk Means Big Money for Top Executives» Wall Street Journal, October 11, 2002, A1, A9.

28 - Liz Pulliam Weston, «Despite Recession» A1.

29- Lublin, «Executive Pay under the Radar»

30- لتوضيح الآلية التي تتم فيها الاستفادة من الخفض الضريبي في خطط 401(k)، ننظر إلى المثالين الآتيين اللذين يقومان على شركة افتراضية وموظف افتراضي. وكما كانت الحال في الملاحظة 2 (المثالين 1 و2) لنفترض أن الشركة والموظف يخضعان لنسبة ضريبة الدخل الكلي نفسها البالغة 40%، بما في ذلك الدخل الناتج عن أرباح رأس المال. ولنفترض أيضاً أن الشركة والموظف قادران على تحقيق نسبة إيرادات الاستثمار نفسها في مدة ما قبل التقاعد وما بعده، والبالغة 100% قبل احتساب الضريبة.

المثال 4: يقوم الموظف بادخار أمواله خارج خطة 401(k). لنفترض أن الشركة تدفع للموظف 100$ في مدة ما قبل التقاعد. تخفض الشركة 100$ من دخلها الخاضع للضريبة مخفضة التزامها الضريبي بواقع 40$. أما الموظف فيدفع ضريبة بمقدار 40$ ويستثمر المبلغ الباقي وهو 60$ في حساب اعتيادي غير مؤهل للتخفيض الضريبي، والذي سيغدو 120$ حين يخرج على التقاعد – بربح قدره 60$. يخضع هذا الربح لضريبة دخل قدرها 24$ (40% من 60$)، ما يترك للموظف مبلغاً صافياً بعد دفع الضريبة قدره 36$. أي إن الموظف سيتمكن في نهاية المطاف من سحب مبلغ 96$ (60$ + 36$).

المثال 5: يقوم الموظف بادخار أمواله ضمن خطة 401(k) المؤهلة. لنفترض أن الموظف يدفع مبلغ 100$ من تعويضاته في حسابه ضمن خطة 401(k). تقوم الشركة هنا أيضاً بتخفيض مبلغ 100$ من دخلها الخاضع للضريبة مخفضة التزامها الضريبي بواقع 40$. ينمو رأس المال البالغ 100$ ليغدو 200$ عندما يسحبه الموظف من حسابه في خطة 401(k). يدفع الموظف 80$ ضريبة دخل (40% من 200$) ويحتفظ بمبلغ 120$، أي أكثر بمبلغ 24$ مما يحتفظ به في المثال 4، حيث حصل الموظف من الشركة على 100$ في مدة ما قبل التقاعد واستثمرها على مسؤوليته خارج خطة 401(k). إن الربح الإضافي البالغ 24$ الذي حصل عليه الموظف لم يكن على حساب الشركة. في المثالين 4 و5 دفعت الشركة المشغلة للموظف مبلغ 100$ في مدة ما قبل التقاعد، مخفضة دخلها الخاضع للضريبة بمقدار 100$ وتكليفها الضريبي بمقدار 40$.

31- Internal Revenue Code, sec. 402 (g) (1) (B).

32- بوسع أي شركة أن تعفي عوائد استثمارات صندوق التقاعد التكميلي الخاص بمديريها من الضرائب، وذلك عبر استثمار أموال تلك الصناديق بشراء بواليص تأمين على حياة مديريها وبقية موظفيها. لكن ذلك سيرتب عليها تكاليف إضافية. انظر الملاحظة رقم 4.

33- لتبيان ما تسببه ترتيبات تعويضات المديرين المؤجلة من أعباء أو تخفيضات ضريبية على الأطراف كافة، ننظر إلى المثال التالي وتفسيره، والذي يبني على المثالين 4 و5 المدرجين ضمن الملاحظة رقم 30.

المثال 6: تقدم الشركة للمدير خطة تعويضات مؤجلة غير مؤهلة خارج إطار خطط 401(k). ولنفترض كما في المثالين 4 و5 أن الشركة والموظف يخضعان لنسبة ضريبة الدخل الكلي نفسها البالغة 40%، بما في ذلك الدخل الناتج عن أرباح رأس المال. ولنفترض أيضاً أن الشركة والموظف قادران على تحقيق نسبة إيرادات الاستثمار نفسها في مدة ما قبل التقاعد وما بعده، والبالغة 100% قبل احتساب الضريبة.

لنفترض أن الشركة تسعى إلى اعتماد خطة تعويضات مؤجلة لكي تقدم للمدير المعاش التقاعدي نفسه الذي يحصل عليه الموظف في المثال 5 من إحدى خطط 401(k) المؤهلة. فكما في المثال 5، تضع الشركة 100$ جانباً لصالح المدير في خطة التعويضات المؤجلة، فيصبح المبلغ حين تقاعد المدير 200$. يحصل المدير المتقاعد على تعويضاته (100$) بالإضافة إلى عوائد تلك التعويضات (100% من 100%) أي على مبلغ (200$) ويدفع منه كما الموظف 40% ضريبة دخل – ما يعني ضريبة قدرها 80$. فالمدير يحتفظ إذاً كما الموظف في المثال 5 بمبلغ 120$، أي أكثر بـ 24$ من الموظف الآخر في المثال 4.

لننظر الآن إلى ما تجلبه ترتيبات التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين من أعباء على الشركة. في المثالين 4 و5 ضمن الملاحظة 30، خفضت الشركة تكليفها الضريبي بمقدار 40$ في مدة ما قبل التقاعد عندما دفعت للموظف 100$ أو وضعت 100$ على اسمه في إحدى خطط 401(k) المؤهلة. أما في المثال 6 فإن الشركة تخفض تكليفها الضريبي بمقدار 80$ في مرحلة تقاعد المدير عندما تدفع له مبلغ 200$. لكن على الشركة أن تضيف إلى دخلها الخاضع للضريبة في مرحلة التقاعد مبلغ 100$ الذي يمثل المبلغ الذي على الشركة إنتاجه من أجل جعل حصة المدير تنمو من 100$ إلى 200$ – ما يرفع بدوره التكليف الضريبي للشركة بمقدار 40$

في مرحلــة التقاعد. إن الأثر الصافي الناتج عن إنتاج مبلــغ 100$ ودفع مبلغ 200$ للمدير يتمثل في تخفيض التكليف الضريبي للشركة بمقــدار 40$ في مرحلة تقاعد المدير. فالشركة في المثال 6 تتحمل أعباء أكبر مما تتحمله في المثال 5، حين خفضت تكليفها الضريبي بمقدار 40$ في مدة ما قبل التقاعد.

لــو كانت الشركة خفضت تكليفها الضريبــي بمقدار 40$ في مدة ما قبل تقاعد المدير عوضاً عــن تخفيض تكليفها بالمقدار نفسه لكن في مرحلــة التقاعد، لكانت استثمرت هذا المبلغ (40$) وحصدت من ذلك الاستثمار مبلغ 40$ (100% من مبلغ الـ 40$) حين تقاعد المدير، ولكان عليها أن تدفــع ضريبــة دخل 40% على هذا المبلــغ، بحيث يبقى للشركــة 64$. بالمقابل لم يبق للشركة ســوى 40$ (أقــل بـ 24$ من الحالة الراهنــة) عندما خفضت تكليفهــا الضريبي بمقدار 40$ في مرحلــة التقاعــد. إن المربح البالغ 24$، الذي يحصده المدير مــن اعتماد خطة تعويضات مؤجلة خاصة وغير مؤهلة جرى تصميمها بحيث تقدم للمدير المزايا نفسها التي تقدمها خطط 401(k) المؤهلة للموظفين العاديين، إنما يأتي على حساب الشركة المشغلة.

34- للحصــول على شــرح واف للتأثيرات الضريبية التــي يخلفها استثمــار التعويضات المؤجلة ضمن سيناريوهات متعددة ومتنوعة، انظر:

Scholes, Wolfson, Erickson, Maydew, and Schevlin, Taxes and Business Strategy 181 - 185.

35- Internal Revenue Code, sec. 1.

36- Internal Revenue Code, sec. 11;

كمــا هي الحال مــع صناديق التقاعــد التكميلية الخاصــة بالمديرين، بوســع الشركة خفض التكاليــف الضريبية لخطط التعويضات المؤجلة عن طريق شــراء بواليص التأمين على الحياة. ضمــن هذه الاستراتيجية، تعمــد الشركة إلى استخدام دخلها الصــافي بعد احتساب الضرائب لشــراء بواليصــ تأمين على حياة مديريهــا وبقية موظفيهــا. يجري استثمار جــزء من أقساط البواليصــ بهدف زيــادة قيمتهــا النقدية، ويتــم بيعها عندما يحــين دفع التعويضــات المؤجلة. إن التوفــير الضريبــي ناشــئ عن قدرة بواليصــ التأمين على الحياة على حجــب الضرائب عن عوائــد استثمــار الأموال النقديــة. لكن لما كانت شركــة التأمين تفرض رسوماً علــى بواليصها، فــإن اعتماد استراتيجية بواليص التأمين على الحيــاة لتجنب دفع الضرائب يرتب على الشركة

رسـوم وتكاليف تحويل قد تكون باهظة. لقد خلصـت دراسة أجريت عام 1996 إلى أن 70% من الشركات الـ1000 الأكبر في أمريكا لم تلجأ إلى اعتماد استراتيجية بواليص التأمين على الحياة من أجل تمويل خططها للتعويضات المؤجلة، ما يشير إلى أن تكاليف هذه الاستراتيجية قد تصل إلى قيم مرتفعة جداً. انظر:

Christopher Drew and David Cay Johnston, «Special Tax Breaks Enrich Savings of Many in the Ranks of Management», New York Times, October 13, 1996, sec. 1, 1.

37- Clark Consulting, «Executive Benefits» 2.

38- «Tax Deferred Pay for Executives» New York Times, October 18, 1996, A36.

39- وفقـاً لتقارير شركة كوكا كولا السنوية الموجهة لحملـة الأسهم، فإنها كانت تدفع ما يستحق على دخلها من ضرائب طوال مدة إدارة جويزويتا باستثناء عام 1992.

40- Gretchen Morgenson, «Executive Pay, Hiding Behind Small Print» New York Times, February 8, 2004, sec. 3, 1.

41- The Corporate Library,«The Use of Company Aircraft» Special Repost (2001).

42- Lublin, «Executive Pay under the Radar»; and Gray Strauss, «CEOs Cash In after Tenure» USA Today, April 25, 2002, money section, B1.

43- انظر الموقع الإلكتروني التالي (تاريخ الدخول 12 أيار/مايو، 2004)

http://contracts.corporate.findlaw.com/agreements/fleetboston/murray.emp.200.10.10.html (accessed May 12, 2004).

44- Joann S. Lublin, «Many Former Chief Executives Get Lush Perks and Fat Fees for Limited Consulting Work» Wall Street Journal, September 13, 2002, B1.

45- هـذا التصور الخاطئ وصل بأحد استشاريي التعويضات إلى الحديث عن استعمال الطائرة الخاصة للشركة بوصفه «طريقة فاعلة لمنح المدير شيئاً ذا قيمة».

Yale D. Tuber, quoted in Lublin, «Executive Pay under the Radar».

46- نشكـر مـارك أبراموفيتش و بيتز أبلباوم على النقاشات المفيـدة حول كلفة تشغيل طائرات الشركات الخاصة.

47- The Corporate Library,«The Use of Company Aircraft».

48- Ira Kay, cited in Strauss, «CEOs Cash In after Tenure».

49- Lublin, «Many Former Chief Executives Get Lush Perks».

50- Strauss, «CEOs Cash In after Tenure».

51- Strauss, «CEOs Cash In after Tenure».

52- Joann Lublin, «How CEOs Retire In Style» Wall Street Journal, September 13, 2002, B1.

53- الأمثلة والمقتطفات في هذا المقطع مأخوذة من

Lublin, «How CEOs Retire In Style».

54- بالطبع هناك حالات يتم فيها تقديم حتى هذه العطاءات على شكل هدايا عينية بدلاً من الشكل النقدي. فمقابل استمرار هاغ مك كول، المدير العام المتقاعد لشركة بانك أف أمريكة، في تقديم «النصح والاستشارة» كان يحصل هو وأعضاء أسرته على امتياز استخدام طائرة الشركة الخاصة 150 ساعة طيران. انظر:

Strauss, «CEOs Cash In after Tenure».

تقدر قيمة هذه الهدية بما يزيد عن 500000$.

9- قروض المديرين

عبارة مقتبسة عن شركة كونسيكو من التصريح الإعلامي الذي وجهته للمسهمين في 21 نيسان/أبريل، 1999.

Conseco, Inc., Definitive Notice and Proxy, Schedule 14A, April 21, 1999, 17.

1- Gary Strauss, «Execs Reap Benefits of Cushy Loans» USA Today, December 24, 2002, 1B.

2- 15 U.S.C. 78m (k); and David S. Hilzenrath and Helen Dewar, «Senate Votes to Curb Insider Lending» Washington Post, July 13, 2002, A13.

3- Paul Hodgson, «My Big Fat Corporate Loan» The Corporate Library, 2002, 1.

4- Andrew Backover, «Questions on Ebbers Loans May Aid Probes» USA Today, November 6, 2002, money section, 3B.

5- Dana Cimilluca, «Former Worldcom CEO Misses Loan Payment» Toronto Star, May 7, 2003, C4.

6- القروض الممنوحة من قبل هذه الشركة جرى توثيقها في:

Gary Srtrauss, «Don't Bother Paying Us Back, Many Boards Tell CEOs» USA Today, November 13, 2001, 1B.

7- Debra Sparks, «The Mother of All Stock Option Plans» BusinessWeek, November 23, 1998, 158.

8. Sparks, «The Mother of All Stock Option Plans» 158.

9- Star Staff Report, «7 Ex-Conseco Officials Race Separate Suits on Loans» Indianapolis Star, May 8, 2004, C1.

10-Rob Kaiser, «Comdisco Loans Re-Examined: 106 Former Execs at Bankrupt Firm Press for Relief» Chicago Tribune, August 11, 2002, C1.

11- Hodgson, «My Big Fat Corporate Loan» 1.

12- Hodgson, «My Big Fat Corporate Loan» 3.

13- Kathleen M. Kahle and Kuldeep Shastri, «Executive Loans» Journal of Financial and Quantitative Analysis.

وفق تقديرات كايل و شاستري فإن القرض الوسطي الذي عادة ما يمنح لمديرين بمعدلات فائدة أقل من المعدلات السائدة في السوق يكلف الشركة التي تقترض لمديريها في سوق اقتراض الشركات، $2 من الفوائد تاريخياً عن كل $1 يتم توفيره من الفوائد على المدير.

14- Kahle and Shastri, «Executive Loans». 9

15- Kahle and Shastri, «Executive Loans» 5

16- وفق ما نشرته كايل و شاستري فإن 12.6% من القروض الممنوحة للمديرين في المدة الممتدة بين 1996-2000 التي شملتها دراستهما قد جرى إعفاء أصحابها من السداد. كما إنه قد جرى إعفاء أصحاب القروض من سداد الفائدة في 10.2% من الحالات. انظر:

Kahle and Shastri, «Executive Loans» 9

لكن معظم هذه النشاطات قد حدثت قبل انهيار مؤشر ناسداك. وفي ضوء تراجع أسعار الأسهم في السوق في المدة الممتدة بين 2000-2002 اللاحقة لمدة الدراسة، يمكننا توقع نسب أعلى من نسب الإعفاء السابقة.

17- Hodgson, «My Big Fat Corporate Loan» 2.

18- Palph Kong, «Insider Loans: Everyone Was Doing It» Business 2.0 (November 2002):82.

19- Hodgson, «My Big Fat Corporate Loan» 2.

20- انظر:

David Leonhard, «It's Called a 'Loan,' But It's Far Sweeter» New York Times, February 3, 2002, 1.

21- سنناقش مسألة الانعدام النسبي للقيود المفروضة على قيام طواقم الشركات المؤتمنين على أسرار الشركات ببيع وشراء أسهم شركاتهم بقدر أكبر من التفصيل في الفصل 14.

22- Leonhard, «It's Called a 'Loan,' But It's Far Sweeter»; and Leonhard, «It's Called a 'Loan,' But It's Far Sweeter»; Joann S. Lublin, «Executive Pay under the Radar: As CEOs Reported Salaries and Bonuses Get Pinched, Many Chiefs Are Finding Ways to Increase Their Compensation» Wall Street Journal, April 11, 2002, B7

10- التعويضات القائمة على غير حقوق الملكية

1- أحد النداءات القوية المعروفة لمنح المديرين حجماً كبيراً من التعويضات المرتبطة بالأداء نداء صدر عن مايكل جينسن و كيفين دجيه. موري في العام 1990.

Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, «Performance Pay, and Top-Management Incentives» Journal of Political Economy 98 (1990): 225264-.

2- Paul Hodgson, «What Really Happened to CEO Pay in 2002?» The Corporate Library 2003, 8.

3- انظر:

Kevin J. Murphy, «Executive Compensation» in Handbook of Labor Economics, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashenfelter and David Card (New York:Elsevier, 1999), 2535.

4- انظر:

Charles P. Himmelberg and R. G. Hubbard, «Incentive Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay-for-Performance Sensitivity» Working paper, Columbia University and the National Bureau of Economic Research, 2000, 19.

5- Oliver Jean Blanchard, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, «What Do Firms Do With Cash Windfalls?» Journal of Financial Economics 36 (1994): 358 - 359.

6- Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, "Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are," Quarterly Journal of Economics 116 (2001): 901- 932.

7- Murphy, «Executive Compensation,» 2537.

8- في بعض الشركات، مثل شركة مك ديرموت، أدى حجم الضغط المتولد بفعل حملة الأسهم إلى شطب إيرادات استثمار الصناديق التقاعدية من أرقام الإيرادات المستخدمة لحساب المكافآت.

Ellen E. Shultz, «McDermott Alters Its Pay Formulas for Top Executives» Wall Street Journal, February 25, 2002, A2.

9- Bethany McLean, «That Old Financial Magic: How You Grow Earnings Five Times Faster Than Reveneus? Just Watch» Fortune, February 18, 2002, 70.

10- Floyd Norris, «Pension Folly: How Losses Become Profits» New York Times, April 26, 2002, C1.

11- Jesse Drucker and Theo Francis, «Pensions Fall-Not CEO's Bonus» Wall Street Journal, June 18, 2003, C1.

12- Carol J. Loomis, «The Stuff Is Wrong» Fortune, June 25, 2002, 73 - 84.

13- Kevin J. Murphy and Paul Oyer, «Discretion in Executive Contracts: Theory and Evidence» Working paper, University of Southern California and Marshall School of Business and Stanford University Graduate School of Business, 2003.

14- Richard Trigauz, «Great Disconnect» St. Petersburg Times, May 26, 2002, 1H; Louis Lavelle, «Executive Pay» BusinessWeek, April 15, 2002, 84; and David Leonhardt, «Coke Rewrote Rules, Aiding Its Boss» New York Times, April 7, 2002, sec. 3, 6.

15- Jesse Drucker, «AT&T Wireless Eases Bonus Rules» Wall Street Journal, April 15, 2003, B3.

16- Gretchen Morgenson, «The Rules on Bosses' Pay Seem Written with Pencil» New York Times, May 25, 20032, sec. 3, 1.

17- Yaniv Grinstein and Paul Hribar, «CEO Compensation and Incentives-Evidence from M&A Bonuses» Journal of Financial Economics.

18- Andrew Ross Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall» New York Times, April 7, 2002, sec. 3, 1.

19- انظر: El Paso Corp Schedule 14A (Filed March 18, 2002): 10.

20- انظر:

SBC Communications Schedule 14A (Filed February 14, 1998): 23.

21- Bernard S. Black, «Bidder Overpayment in Takeovers» Stanford Law Review 41 (1998): 597.

22- Fred J. Weston, Juan A. Siu, and Brian A. Johnson, Takeovers, Restructurings, and Corporate Governance, 3rd ed. (Upper Saddler River, NJ: Prentice Hall, 2001), 200,221.

23- Sara B. Moeller, Frederik P. Schlingemann, and Rene M. Stulz, «Do Shareholders of

Acquiring Firms Gain From Acquisitions?» Southern Methodist University, University of Pittsburgh, and Ohio State University, 2003, 9.

24- David Henry, «Mergers: Why Most Big Deals Don't Pay Off,» BusinessWeek, October 14, 2002, 60, 62.

25- Grinstein and Hribar, «CEO Compensation and Incentives».

26- قال أحد مستشاري التعويضات إنه لمن الإنصاف فعلاً أن تتم مكافأة المديرين العامين على استعدادهم لتحمل تبعات المجازفة والدخول في رهانات لشراء شركتك ولصناعة صفقات من شأنها أن تغير مستقبلك المهني. انظر: سوركين، «تلك النزهات الحلوة إلى مول الشركات».

Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall».

ولكن ألا ترى أن «الذهاب في نزهة إلى مول الشركات لتسوق بعض منها» هو الجوهر الحقيقي لعملية إدارة الشركة؟

27- Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall».

28- يستند هذا المقطع على تقرير أعده بول هودجسون لصالح مكتبة الشركات:

Paul Hodgson «Golden Hellos» The Corporate Library, 2002.

29- Gretchen Morgenson «Conseco Shares Slide on News of Rating Drop and Departure» New York Times, January 5, 2002, C1.

30- Al Lewis, «Global Crossing's Revolving Door Pure Platinum», Denver Post, February 17, 2002, K - 01.

31- Patrick McGeehan, «Top Executives' Lucrative Deals Tie the Hands That Pay Them», New York Times, June 28, 2003, B1.

32- Jeremy Kahn, «Suddenly Some Perks Aren't Worth the Pain», Fortune, November 11, 2002.

33- Paul Hodgson «My Big Fat Corporate Loan» The Corporate Library, 2002, 5.

34- Liz Pulliam Weston, «Despite Recession, Perks for Top Executives Grow» Los Angeles Times, February 1, 2002, Al.

35- IRS Notice 2002 - 8.

36- Dean Foust and Louis Lavelle, «CEO Pay: Nothing Succeeds like Failure» BusinessWeek, September 11, 2000, 46.

37- McGeehan, «Top Executives' Lucrative Deals»

38- Paul Hodgson, «Golden Parachutes and Cushion Landings» The Corporate Library, 2003, 7.

39- Hodgson, «Golden Parachutes and Cushioned Landings» 7.

40- Paul Hodgson, «Paying CEOs to Stay at Home» The Corporate Library, 2003, 1.

41- Steven Balsam, An Introduction to Executive Compensation (San Diego, CA: Academic Press, 2002), 86 - 87.

42- Balsam, An Introduction to Executive Compensation, 110.

11-ثمار المصادفة في خيارات الأسهم التقليدية

عبارة مقتبسة عن ألفرد رابابورت، مأخوذة من

Alfred Rappaport. «New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance» Harvard Business Review 77 (1999): 92.

1- Kevin J. Murphy, «Executive Compensation» in Handbook of Labor Economics, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashenfelter and David Card (New York: Elsevier, 1999), 2490; and David Yermack, «Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?» Journal of Financial Economics 39 (1995): 238.

2- انظر على سبيل المثال:

Clifford Holderness, Randall Kroszner, and Dennis Sheehan, «Were the Good Old Days That Good? Evolution of Managerial Stock Ownership and Corporate Governance

since the Great Depression» Journal of Finance 54 (1999): 435 - 469; John J. McConnell and Henri Servaes, «Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value» Journal of Financial Economics 27 (1990): 595 - 612; and Randall Morck, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, «Management Ownership and Market Valuation» Journal of Financial Economics 20 (1988): 293 - 3 15.

3- Michel A. Habib and Alexander P. Ljungqvist, «Firm Value and Managerial Incentives: A Stochastic Frontier Approach». Forthcoming. Journal of Business.

4- David Leonhardt, «Report on Executive Pay: Will Today's Huge Rewards Devour Tomorrow's Earnings?» New York Times, April 2, 2000, sec. 3, 1.

إن الدراسة الوحيدة الأخرى التي ركزت حصرياً على اعتماد خيارات الأسهم سبيلاً لمنح التعويضات للمديرين، ولو في مدة سابقة، قد أشارت أيضاً إلى أن خطط الخيارات قد لا تكون قد صممت وفق أفضل معايير الكفاءة والفاعلية. لقد أظهرت دراسة تحليلية للشركات التي اعتمدت خطط خيارات الأسهم لمنح التعويضات لمديريها بين عامي 1978 و1982 أن حجم الإيرادات الكلية الشاذة قد تراجع فيما بعد بالنسبة لثلثي العينات المدروسة، وأن حجم الإيرادات محسوباً على الأصول والموجودات قد تراجع في قيمته المطلقة وفي قيمته المصححة قياساً إلى مؤشر الحقل الذي تعمل فيه الشركة، وأن مصاريف البحث والتطوير قد تراجعت، وأن صرف العلاوات قد ازداد. انظر:

Richard A. DeFusco, Robert R. Johnson, and Thomas S. Zorn, «The Association between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making» Financial Management 20 (1991): 40.

5- إن مفهوم «مبدأ المعيار الذي يحوي أكبر قدر ممكن من المعلومات» كان قد استخدم أول مرة في:

Bengt Holmstrom, «Moral Hazard and Observability» Bell Journal of Economics 10 (1979): 74 - 91.

6- إن الدراسة التي قامت بها شركة إس سي إيه للاستشارات قد نشرت في:

Simon Patterson and Peter Smith, «How to Make Top People's Pay Reflect Performance» Sunday Times (London), August 9, 1998, business section, 12.

7- J. Angel and Douglas M. McCabe, «Market-Adjusted Options for Executive Compensation» Global Business and Economics Review 4 (2002): 14.

8- لقــراءة تحليــل يشير إلى أن الخيارات المفهرسة لا يمكنهــا أن تفلتر جميع تأثيرات السوق أو الحقل الذي تعمل فيه الشركة، انظر إلى:

Lisa K. Meulbroek, «Executive Compensation Using Relative-Performance-Based Options: Evaluating the Structure and Costs of Indexed Options» working paper, Harvard Business School, 2001, 1 - 3.

أظهــرت مويلبروك أن الخيارات ذات سعر الاستخدام المربوط بمؤشر يمثل تحركات السوق أو الحقل الذي تعمل فيه تلك الشركة لا تقوم بفلترة كاملة لتأثيرات السوق أو الحقل. وقد قدمت مويلبروك آلية بديلة للقيام بذلك.

9- انظر:

Alfred Rappaport, «New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance» Harvard Business Review 77(1999): 91-l0l; Mark A. Clawson and Thomas C. Klein, «Indexed Stock Options: A Proposal for Compensation Commensurate with Performance» Stanford Journal of Law, Business & Finance 3 (1997): 31 - 50.

10- انظر:

A. Johnson and Yisong S. Tian, «The Value and Incentive Effects of Non-Traditional Executive Stock Option Plans» Journal of Financial Economics 57 (2000): 25 - 26.

ولمزيد من التفاصيل حول التأثير التحفيزي للخيارات المفهرسة وتقويمها انظر:

Shane A. Johnson and Yisong S. Tian, «Indexed Executive Stock Options» Journal of Financial Economics 57 (2000): 35.

11- Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options», University of Chicago Law Review 69 (2002): 863.

12- هنــاك مكاســب محتملة أخــرى للفهرسة لم نناقشهــا هنا. فعلى سبيل المثــال، لقد قيل إن فهرســة سعر استخدام الخيارات من شأنه أن يقلل من مدى تعريض المدير لمخاطر السوق.

انظر:

Bengt Holmstrom, «Moral Hazard in Teams», Bell Journal of Economics 13 (1982): 328 - 330.

غــير أننــا لا نركز في هــذا الموضع على ما تجلبه الخيــارات التقليدية مــن مخاطر، بل على حقيقــة أن مــا يرتبط بتلك الخيــارات من تذبذبــات عشوائية في الفرق بين سعــر السهم وسعر استخدام الخيارات يصب بالمحصلة في صالح المديرين ويدر عليهم أرباحاً كبيرة.

13- Brian J. Hall, «A Better Way to Pay CEOs?» in Executive Compensation and Shareholder Value, ed. Jennifer Carpenter and David Yermack (Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999), 43.

14- Shawn Tully, "Raising the Bar," Fortune, June 8, 1998, 272.

15- lly, «Raising the Bar».

16- Joann S. Lublin, «Why the Get-Rich-Quick Days May be Over» Wall Street Journal, April 14, 2003, R3.

17- Tully, «Raising the Bar».

12- ذرائع ومسوغات لاعتماد خيارات الأسهم التقليدية

عبارة مقتبسة عن جون إم. أباود و ديفيد إس. كابلان، مأخوذة من

John M. Abowd and David S. Kaplan, «Executive Compensation: Six Questions That Need Answering» Journal of Economic Perspectives 13 (1999): 157.

1- J. Murphy, «Executive Compensation» in Handbook of Labor Economics, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashenfeltet and David Card (New York: Elsevier, 1999), 21; and Brian J. Hall and Jeffrey B. Liebman, «The Taxation of Executive Compensation» in Tax Policy and the Economy, vol. 14, ed. James Poterba (Cambridge, MA: MIT Press, 2000), 11.

2- APB Opinion No. 25; Ronald L. Groves, Executive Compensation 214.04 at 498 (CCH Tax Transactions Library, 1992).

3- بمقدار ما تعتمد مكافآت المديرين على أرقام الإيرادات المعلنة، فإن أرقام الإيرادات الأعلى تعني أيضاً مكافآت أكبر. لكن، من المتوقع أنه عندما يكون مجلس الإدارة على درجة كافية من الوعي والدراية في كيفية استخدام خيارات الأسهم المفهرسة، فإنه سيدرك أن معادلة تحديد حجم المكافآت تحتاج إلى بعض التعديل لكي تعكس على نحو صحيح الأثر المحاسبي لهذه الخيارات.

4- بالفعل، هناك مؤشرات على أن سعر الأسهم في السوق يتأثر تأثراً طفيفاً بما إذا كانت كلفة الأسهم تدخل في حسابات الشركات أم إنها تكشف في هامش البيانات المالية فحسب دون أن تدخل في الميزانيات. انظر:

Hassan Espahbodi, Pouran Espahbodi, Zabihollah Rezaee, and Hassan Tehranian, «Stock Price Reaction and Value Relevance of Recognition versus Disclosure: The Case of Stock Based Compensation», Journal of Accounting and Economics 33 (2002): 343 - 373.

5- Jennifer Reingold «Commentary: An Option Plan Your CEO Hates», BusinessWeek, February 28, 2000, 82; and James P. Miller, «Indexing Concept Aims at Fairness», Chicago Tribune, May 4, 2003, Cl.

6- Frederic W. Cook & Co., «Update on Stock Option Accounting Debate», July 30, 2002. http://www.fwcook.com/alert_letters/702-30-UpdateSOAccting Debate.pdf (accessed June 23, 2004).

7- انظر الموقع الإلكتروني:

http://www.tiaa-cref.org/pubs/html/admin_resource/article2.html (accessed May 30, 2004).

8- Andrew Hill, «Emotions Run High in Fight over US Stock Option Costs». Financial Times, January 31, 2003, 20.

9- Georgeson Shareholder, «2003 Annual Corporate Governance Review», 2003, 7. http://www.georgesonshareholder.com/pdf/200320%a.wrapup.pdf (accessed June 23, 2004).

10- انظر:

Financial Accounting Standards Board, «Exposure Draft: Proposed Statement of Financial Accounting Standards», March 31, 2004, http:// www. fasb.orgr/ draft/ ed_ share-based_ payment.pdf (accessed May 23, 2004).

11- Financial Accounting Standards Board, «Statement of Financial Accounting Standards», no. 123 (October 1995), 23 - 25.

12- Graef S. Crystal, In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives (New York: W. W. Norton, 1991), 234.

13- Financial Accounting Standards Board, «Statement of Financial Accounting Standards», no. 123 (October 1995), 14.

14- Linda Barns, «The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay», Indiana Law Journal 68 (1992): 73.

15- Justin Fox, «The Only Option (for Stock Options, That Is): Pretending They Are Free Didn't Work. Expensing Them May Be the Silver Bullet We're Looking For», Fortune, August 12, 2002, 110.

16- وفق دراسة أجرتها شركة بيرل ماير & شركاؤه، فإن 6.9% من الخيارات التي تمنحها الشركات لموظفيها تمنح للمديرين العامين ونسبة إضافية مقدارها 8.6% تمنح للمديرين الآخرين من الصف الأول. انظر:

Pearl Meyer & Partners, «Equity Stake: Study of Management Equity Participation in the Top 200 Corporations», 2001, 14.

17- Patricia M. Dechow, Amy P. Hutton, and Richard G. Sloan, «Economic Consequences of Accounting for Stock-Based Compensation», Journal of Accounting Research 34 (1996): 1 - 20.

18- Surya N. Janakiraman, Richard A. Lambert, and David F. Larcker, «An Empirical

Investigation of the Relative Performance Evaluation Hypothesis», Journal of Accounting Research 30 (1992): 66.

19- 17 CFR § 229.402 (2001).

20- Janakiraman, Lambert, and Larcker, «An Empirical Investigation», 66 - 67.

21- A. Dye, «Relative Performance Evaluation and Project Selection», Journal of Accounting Research 30 (1992): 28.

22- انظر:

Rajesh K. Aggarwal and Andrew A. Samwick, «Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidence». Journal of Finance 54 (1999): 2000.

23- Murphy, «Executive Compensation», 2538, table 9.

24- Saul Levmore, «Puzzling Stock Options and Compensation Norms», University of Pennsylvania Law Review 149 (2001): 19221930 ,1923-. Options with performance-conditioned vesting could have similar effects.

25- Charles P. Himmelberg and R. Glenn Hubbard, «Incentive Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay -for- Performance Sensitivity», working paper, Columbia University and the National Bureau of Economics Research, 2000, 1 -3.

انظر أيضاً:

Paul Oyer, «Why Do Firms Use Incentives That Have No Incentive Effects?» Forthcoming. Journal of Finance.

26- Himmelberg and Hubbard, «Incentive Pay and the Market for CEOs». 1- 3.

27- C. Edward Fee and Charles J. Hadlock, «Raids, Rewards, and Reputations in the Market for CEO Talent», Review of Financial Studies 16 (2003): 1347.

28- Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options», University of Chicago Law Review 69 (2002): 863.

29- John E. Core, Wayne Guay, and David F. Larcker. «Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey», Economic Policy Review 9 (2003): 12 -13; Gerald Garvey and Todd Milbourn, «Incentive Compensation When Executives Can Hedge the Market: Evidence of Relative Performance Evaluation in the Cross Section», Journal of Finance 58 (2003): 1557 - 1581; and Li Jin, «CEO Compensation, Diversification, and Incentives», Journal of Financial Economics 66 (2002): 29 - 63.

30- David M. Schizer, «Tax Constraints on Indexed Options», University of Pennsylvania Law Review 149 (2001): 1942 - 1943.

كما سيتبين من النقاش لاحقاً، فإن بعضهم قد يرون أيضاً في المعاملة الضريبية التفضيلية التي تحظى بها خيارات الأسهم التقليدية تفسيراً جزئياً يشرح حقيقة غياب شكل خيارات الأسهم مشروطة الاستحقاق عن خطط الخيارات المقدمة للمديرين.

31- 26 USC § 162m (1994).

32- Schizer, «Tax Constraints on Indexed Options», 1942 - 1943.

على الرغم من وجود أسباب تقنية تحول دون منح الخيارات المفهرسة تخفيضاً ضريبياً في ظل الفقرة 162(m) من القانون الضريبي الأمريكي، هناك احتمال لا بأس به بأن يحظى دافع الضرائب من الحكومة بمعاملة ضريبية تفضيلية في هذا الخصوص. لنقاش هذا الموضوع، انظر:

David M. Schizer, «Reducing the Tax Costs of Indexed Options», Tax Notes 96 (2002): 1375.

13. المزيد حول ثمار المصادفة في التعويضات القائمة على حقوق الملكية

عبارة مقتبسة عن وارن بوفيت ومأخوذة من

Shawn Tully, «Raising the Bar», Fortune, June 8, 1998: 272.

1- انظر:

Kevin J. Murphy, «Performance Standards in Incentive Contracts» Journal of Accounting and Economics 30 (2001): 273; and Richard A. DeFusco, Robert R. Johnson, and Thomas S. Zorn, «The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders», Journal of Finance 45 (1990): 617.

2- انظر على سبيل المثال:

Tom Nohel and Steven Todd, «Stock Options and Managerial Incentives to Invest», Journal of Derivatives Accounting 1 (2004): 29 - 46.

3- Nohel and Todd, «Stock Options and Managerial Incentives to Invest».

4- Chongwoo Choe, «Leverage, Volatility, and Executive Stock Options», Journal of Corporate Finance 9 (2003): 593.

5- انظر:

Kevin J. Murphy, «Executive Compensation», in Handbook of Labor Economics, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashenfelter and David Card (New York: Elsevier, 1999), 70, table 5.

6- Brian J. Hall and Kevin J. Murphy, «Stock Options for Undiversified Executives», Journal of Accounting and Economics 33 (2002): 23.

خبراء اقتصاد آخرون أقروا أيضاً بأن اعتماد هذا الشكل شبه الموحد من خيارات الأسهم لا يتفق مع مبدأ المساومة على مطال الذراع. انظر على سبيل المثال:

Yisong S. Tian, «Optimal Contracting, Incentive Effects, and the Valuation of Executive Stock Options», working paper, York University, 2001, 40.

حاول هول وموري في أن يخرجا بميزة إيجابية لنوع الخيارات العائمة، فأجريا محاكاة رقمية في مسعى لاحتساب السعر الأمثل لاستخدام الخيارات، وذلك بالاعتماد على فرضيات متعددة لشكل وظائف المنفعة الخاصة بالمدير، وثروة المدير، وعوائد سوق البورصة، وتذبذب سعر الشركة في السوق. نتج عن المحاكاة أن سعر الاستخدام الذي يؤدي إلى تعظيم حساسية الارتباط بين الأجر والأداء، بالنسبة لطيف واسع من الوسائط، يقع على العموم في مجال يتضمن سعر السهم الراهن. انظر:

Brian J. Hall and Kevin J. Murphy, «Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options», American Economic Association Proceedings 90 (2000): 213; and Hall and Murphy, «Stock Options for Undiversified Executives», 3 - 42.

غير أن دراستهما التحليلية هذه لا يمكنها تفسير الحقيقة التي توصلا إليها بنفسيهما، ألا وهي أن 94% من الخيارات الممنوحة هي من نوع الخيارات العائمة. فأولاً، ليس هناك من إثبات على أن وظائف المنفعة التي اعتمداها -التي جرى تصميمها لجعل حساباتهما ممكنة الحل- تنسجم ووظائف المنفعة الواقعية الخاصة بالمديرين. ثانياً، لا تأخذ المحاكاة الآثار التحفيزية التي تمتلكها الخيارات على سلوك المديرين بالحسبان. ثالثاً، حتى لو كانت الوسائط التي اختاراها تنسجم بالفعل مع واقع المديرين العامين، وحتى لو أمكن تجاهل الآثار التحفيزية لخيارات الأسهم، فإن محاكاتهما تنتج طيفاً من أسعار الاستخدام، بعضها -في شروط معينة- أعلى من سعر السهم يوم منح الخيارات (خيارات خاسرة)، لكن معظمها يساوي سعر السهم يوم المنح (خيارات عائمة).

7- Gretchen Morgenson, «After I.B.M.'s Option Overhaul», New York Times, February 29, 2004, sec. 3, 1.

8- Morgenson, «After I.B.M.'s Option Overhaul», sec. 3, 1.

9- Paul L. Gilles, «Alternatives for Stock Options», HR Magazine, January 1999, 40 - 48.

10- انظر:

Brian J. Hall, «A Better Way to Pay CEOs?» in Executive Compensation and Shareholder Value, ed. Jennifer Carpenter and David Yermack (Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999): 43; Nohel and Todd, «Stock Options and Managerial Incentives to Invest»; Shane A. Johnson and Yisong S. Tian, «The Value and Incentive Effects of Non-Traditional Executive Stock Option Plans», Journal of Financial Economics 57 (2000): 334-; and chard A. Lambert, David F. Larcker, and Robert E. Verrecchia, «Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation», Journal of Accounting Research 29 (1991): 129 -149.

11- انظر:

Michel A. Habib and Alexander P. Ljungqvist, «Firm Value and Managerial Incentives: A Stochastic Frontier Approach», working paper, London School of Business and Stern School of Business, New York University, 2003.

12- HaIl, «A Better Way to Pay CEOs», 43.

13- هذا المثال معروض في:

Steven Balsam in An Introduction to Executive Compensation (San Diego, CA: Academic Press, 2002), 151.

14- Joe Cheung, «Valuation of 'Razorback' Executive Stock Options: A Simulation Approach», working paper, The University of Auckland, 2002.

15- Internal Revenue Code, Section l62(m).

16- Deborah Solomon, «SEC Probes Options Grants Made as Company News Boosts Stock», Wall Street Journal, March 30, 2004, 1.

17- David Aboody and Ron Kasznik, «CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures», Journal of Accounting and Economics 29 (2000): 73-l00; Steven Balsam, Huajing Chen, and Srinivasan Sankaragurus-wamy, «Earnings Management Prior to Stock Option Grants», working paper, Temple University Department of Accounting, 2003; and David Yermack, «Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements» Journal of Finance 52 (1997): 449 - 477.

18- تنسجم هذه النتيجة مع دلائل أخرى تشير إلى وجود انخفاضات شاذة في الأسعار قبيل منح الخيارات. انظر:

Keith Chauvin and Cathy Shenoy, «Stock Price Decreases Prior to Executive Stock Option Grants», Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance, and Organization 7 (2001): 53 - 76.

19- Balsam, Chen, and Sankaraguruswamy, «Earnings Management Prior to Stock Option Grants».

20- Menachem Brenner, Rangarajan K. Sundaram, and David Yermack, «Altering the Terms of Executive Stock Options», Journal of Financial Economics 57 (2000): 110.

وفقاً لمركز الأبحاث المتعلقة بمسؤولية المستثمر (IRRC)، فإن 3% من الشركات التي شملتها الدراسة والبالغ عددها 1189 شركة قامت بإعادة تسعير خياراتها الممنوحة في العام 1998. انظر:

Kathy B. Ruxton, Executive Pay, 1998: Chief Executive Officer Compensation at S&P Super 1,500 Companies as Reported in 1998 (Investor Responsibility Research Center, 1999), 2.

21- Brenner, Sundaram, and Yermack, «Altering the Terms of Executive Stock Options», 112.

22- Thomas A. Ratcliffe, «New Guidance in Accounting for Stock-Based Compensation: FASBIN No. 44», National Public Accountant 46 (200 1): 28.

23- Brian J. Hall and Thomas Knox, «Managing Option Fragility», working paper no. 02 - 19, Harvard Business School, Negotiations, Organizations and Markets Unit, 2002, 3.

24- انظر:

Justin Fox, «Amazing Stock Option Sleight of Hand», Fortune, June 25, 2001, 86.

25- Viral V. Acharya, Kose John, and Rangarajan K. Sundaram, «On the Optimality of Resetting Executive Stock Options», Journal of Financial Economics 57 (2000): 67.

26- Li Jin and Lisa Meulbroek, «Do Underwater Executive Stock Options Still Align Incentives? The Effect of Stock Price Movements on Managerial Incentive-Alignment», working paper, Harvard Business School, 2001, 39 - 40.

27- انظر:

Mary Ellen Carter and Luann J. Lynch, «The Effect of Stock Option Repricing on Employee Turnover», working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, and University of Virginia Darden Graduate School of Business, 2003, 4.

28- P. Jane Saly, «Repricing Executive Stock Options in a Down Market», Journal of Accounting and Economics 16 (1994): 326.

29- A. Martinez, «Moving the Goal Posts: Options Re-pricing Gives Companies a Powerful Tool to Retain Workers; Critics See It as Rewarding Failure», Wall Street Journal, April 9, 1998, R4; J. A. Byrne, «How to Reward Failure: Reprice Stock Options», BusinessWeek, October 12, 1998, 50; and James E. Heard, «Executive Compensation: Perspective of the Institutional Investor," University of Cincinnati Law Review 63 (1995): 749.

يعتمد مجلس مؤسسات الاستثمار، قسم سياسات حوكمة الشركات، كأحد مبادئه الأساسية على أن الخيارات الغارقة لا يسمح بإعادة تسعيرها أو استبدالها دون موافقة حملة الأسهم. انظر الموقع الإلكتروني:

http://www.cii.org/dcwascii/web.nsf/doc/policies_iv.cm (accessed March 17, 2004).

30- خلصت إحدى الدراسات إلى أنه في نحو 20% من الحالات التي جرت فيها إعادة التسعير، جرى خفض سعر الاستخدام لكنه بقي أعلى من سعر السهم في تاريخ إعادة التسعير. انظر:

Brenner, Sundaram, and Yermack, «Altering the Terms of Executive Stock Options», 112.

31- عمد بعض المديرين ومجالس الإدارة، ربما خوفاً من سخط المسهمين والمهتمين، إلى تحديد مكاسب إعادة التسعير باعتماد أسعار استخدام أعلى قليلاً من أسعار الأسهم في تاريخ إعادة التسعير. انظر:

Donald M. Chance, Raman Kumar, and Rebecca B. Todd, «The 'Re-pricing' of Executive Stock Options», Journal of Financial Economics 57 (2000): 148.

32- Brenner, Sundararn, and Yermack, «Altering the Terms of Executive Stock Options», 121.

33- Chance, Kumar, and Todd, «The 'Re-pricing' of Executive Stock Options», 131; and Mary Ellen Carter and Luann J. Lynch, «An Examination of Executive Stock Option Re-pricing», Journal of Financial Economics 61(2001): 209.

34- Sandra Renfro Callaghan, P. Jane Saly, and Chandra Subramaniam, «The Timing of Option Re-pricing», working paper, Texas Christian University, University of St. Thomas, and University of Texas at Arlington, 2003.

35- انظر:

Timothy G. Pollock, Harold M. Fischer, and James B. Wade, «The Role of Power and Politics in Repricing Executive Options», Academy of Management Journal 45 (2002): 1178.

36- كما سنشرح لاحقاً، هنالك عدة أشكال لعملية إعادة شحن الخيارات. فعلى سبيل المثال، تمنح بعض خطط إعادة الشحن خيارات إضافية قابلة لإعادة الشحن، وذلك عوضاً عن الأسهم المملوكة التي سيجب بيعها لدفع الضرائب المستحقة على عملية استخدام الخيارات.

37- Thomas Hemmer, Steve Matsunaga, and Terry Sherlin, «Optimal Exercise and the Cost of Granting Employee Stock Options with a Reload Provision», Journal of Accounting Research 36 (1998): 234.

38- P. Jane Saly, Ravi Jagannathan, and Steven J. Huddart, «Valuing the Reload Feature of Executive Stock Options», Accounting Horizons 12 (1999): 220.

39- جاء في تقرير لمجلة وول ستريت جورنال عام 1999، أن 21 شركة من الشركات الأربعين المشمولة في الدراسة التي تقوم بإعادة شحن خياراتها الممنوحة، كانت تصدر خيارات إضافية للتعويض عن الأسهم التي يجب حجزها لدفع الضرائب المستحقة من جراء عملية استخدام الخيارات. انظر:

Christopher Gay, «Hard to Lose: 'Reload' Options Promote Stock Ownership among Executives; But Critics Say They're a Lot More Costly than Shareholders Realize», Wall Street Journal, April 8, 1999, R6.

40- انظر:

.Saly, Jagannathan, and Huddart, «Valuing the Reload Feature», 220

عـدد قليل مـن الشركات يشذ عـن الشكل النظامـي لعملية إعادة شحـن الخيارات، وذلك باستخدام أساليب أخرى متنوعة. فبعض الشركات تصدر خياراً جديداً عن كل خيار يستخدم، بدلاً من إصدار خيار جديد عن كل سهم يجري التنازل عنه حين استخدام الخيارات. وشركات أخرى تمدد آجال الخيارات الجديدة إلى ما بعد آجال الخيارات الأصلية التي جرى استبدالها. انظر: Gay, «Hard to Lose».

كلا الأسلوبين يمنح المديرين قيمة إضافية على القيمة التي تمنحها الخيارات التي يعاد شحنها نظامياً.

41- Heard, «Executive Compensation», 749. 759

42- انظر:

Gay, «Hard to Lose»; and Jennifer Reingold, «Nice Option if You Can Get It», BusinessWeek, May 4, 1998, 111.

43- إحدى مجموعات خبراء الاقتصاد قامت بدراسة شملت معطيات الشركات الألف وخمس مئة المدرجة على لائحة S&P من عام 1993 إلى عام 1995، وخلصت إلى أن المديرين الذين يمتلكون حصصاً صغيرة نسبياً من أسهم شركاتهم كانوا يحتفظون بنحو 30% من الحصص الإضافية التي يحصلون عليها من جراء استخدام خياراتهم، في حين كان المديرين الذين يمتلكون حصصاً كبيرة نسبياً من أسهم شركاتهم يبيعون مجمل حصصهم الإضافية. انظر:

Eli Ofek and David Yermack, «Taking Stock: Equity-Based Compensation and Evolution of Managerial Ownership», Journal of Finance 55 (2000): 1377 - 1378.

44- انظر على سبيل المثال:

Joann S. Lublin, «With Options Tainted, Companies Award Restricted Stock» Wall Street Journal, March 3, 2003, B1.

45- Lublin, «With Options Tainted».

46- من المحتمل جداً أن تؤدي ملكية الأسهم المقيدة إلى مشكلة أخرى ناتجة عن سعر الاستخدام المساوي للصفر. خلافاً لغالبية حملة الأسهم الذين يمتلكون أيضاً أسهماً متنوعة في السوق،

فـإن ثروة المديريـن عادة ما تكون مكونة في معظمها من الأسهـم والخيارات التي يحصلون عليها كتعويض أو أجر من الشركة التي يعملون فيها. وعندما يمتلك المدير حصة كبيرة من أسهـم الشركـة التي يديرها، فإنه قـد يميل لأن يكون محافظاً أكثر ممـا هو في صالح بقية حملـة أسهم الشركة الآخرين الذين لا تقتصـر ملكيتهم على أسهم هذه الشركة بالذات بل تضم أسهم شركات أخرى في السوق. ولما كانت الخيارات التي لها أسعار استخدام أكبر من الصفر تدفع المدير الذي يملكها لكي يعمل باتجاه رفع سعر السهم في السوق أكثر مما تفعله ملكيـة الأسهم المقيدة، فإنها (أي الخيارات) تدفعه أكـثر لاتخاذ القرارات الجريئة معدلة بعض الشيء من طبيعته التي تنحو إلى المبالغة في التحفظ.

47- Brian J. Hall and Kevin J. Murphy, «The Trouble with Stock Options», Journal of Economics Perspectives 17 (2003): 60.

14- حرية التصرف بحوافز الملكية

عبارة مقتبسة عن إيلي أوفك و ديڤيد يرماك، مأخوذة من

Eli Ofek and David Yermack, «Taking Stock: Equity-Based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership», Journal of Finance 55 (1997): 1367 - 1384.

1- الحجة المقدمة في هذه الفقرة معروضة بمزيد من التفصيل في

Oren Bar - Gill and Lucian Bebchuk, «The Costs of Permitting Managers to Sell Shares», working paper, Harvard Law School, 2003.

2- David M. Schizer, «Executives and Hedging: The Fragile Legal Foundation of Incentive Compatibility», Columbia Law Review 100 (2000): 468 - 472.

3- Jennifer N. Carpenter, «The Exercise and Valuation of Executive Stock Options», Journal of Financial Economics 48 (1998): 139.

4- Paul L. Gilles, «Alternatives for Stock Options», HR Magazine, January 1999, 40 - 48; Steven Huddart, «Employee Stock Options», Journal of Accounting and Economics 18 (1994): 207231-; and Ofek and Yermack, «Taking Stock», 1376 - 1377.

5- Ellen E. Schultz and Theo Francis, «Fair Shares? Why Company Stock Is a Burden for Many and Less So for a Few», Wall Street Journal, November 27, 2001, Al; Greg Ip, «Collars Give Insiders Way to Cut Risk», Wall Street Journal, September 17, 1997, Cl, C3; Stuart Weinberg, «Insiders Hedge with Zero-Cost Collars», Wall Street Journal, August 7, 2002, B5; and Randall Smith and Jesse Eisinger, «The Insiders' Magic Way to Sell», Wall Street Journal, March 19, 2004, Cl.

6- J. Carr Bettis, John M. Bizjak, and Michael L. Lemmon, «Managerial Ownership, Incentive Contracting, and the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders», Journal of Financial and Quantitative Analysis 36 (2001): 345 - 370.

7- كشفت دراسة قام بها ستيوارت شواب و راندال توماس، شملت عقود تعيين 375 مديراً عاماً تولـت جمعها «مكتبة الشركات»، عن أن أياً من تلك العقود لم يتطرق إلى تقييد حرية المدير العام في تحصين خيارات الأسهم المقدمة له قبل تاريخ استحقاقها. انظر

Stewart J. Schwab and Randall S. Thomas, «What Do CEOs Bargain For? An Empirical Study of Key Legal Components of CEO Contracts», working paper, Cornell Law School and Vanderbilt Law School, 2004, 5.

8- Schwab and Thomas, «What Do CEOs Bargain For?» 13.

9- Schizer, «Executives and Hedging», 442 - 443.

10- Ofek and Yermack, «Taking Stock», 1376.

11- John E. Core and David F. Larcker, «Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership», Journal of Financial Economics 64 (2002): 322.

12- American Express Schedule 14A (filed on March 16, 2001): 25.

13- American Express Schedule 14A filings from 1993 to 2000.

14- American Express Schedule 14A (filed on March 10, 2000), 27, as reported in Steven Balsam, An Introduction to Executive Compensation (San Diego, CA: Academic Press, 2002), 211.

15- انظر

Joann S. Lublin, «Why the Get-Rich-Quick Days May Be Over», Wall Street Journal, April 14, 2003, R3.

16- انظر: Lublin, «Why the Get-Rich-Quick Days May be Over».

17- للاطلاع على مناقشة شاملة لهذه المسألة انظر:

Jesse M. Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading through Pretrading Disclosure», Southern California Law Review 71 (1998): 334 - 348 , 364.

18- Fried, «Reducing the profitability of Corporate Insider Trading», 322 - 323; and H. Nejat Seyhun, Investment Intelligence from Insider Trading (Cambridge, MA: MIT Press, 1998).

كذلـك يستطيع المديـرون تضخيم ما يجنونه مـن أرباح في صفقات الاتجـار الداخلية عبر صفقات إعادة الشراء، حيث يعمدون إلى شراء أسهم شركاتهم من المسهمين العاديين على نحو غير مباشر وبسعر منخفض. انظر:

Jesse M. Fried, “Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers», University of Chicago Law Review 67 (2000): 421 - 477; and Jesse M. Fried, “Open Market Repurchases Signaling or Managerial Opportunism” Theoretical Inquiries in Law 2 (2001): 865 - 894.

19- انظر:

Jesse M. Fried, «Insider Abstention», Yale Law Journal 113 (2003): 486 - 491.

20- انظر: 17 C.F.R. Section 240.10b5 - 1.

21- انظر على سبيل المثال:

Steven E. Bochner and Leslie A. Hakala, «Implementing Rule l0b5-l Stock Trading Plans», Insights 15 (2001): 2.

22- للاطلاع على تحقيق يقدم الإثبات العلمي انظر:

Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading», 303 - 392.

في النصف الثاني من الثمانينيات تمكن أصحاب المناصب في الشركات المسهمة العامة من استثمار معلوماتهم الداخلية لجني أرباح إضافية تقدر بنحو 5 مليارات $ سنوياً عبر الاتجار بأسهم الشركات التي يعملون فيها.

23- Randall Smith and Danielle Sessa, «Ameritrade Says Insiders' Sales Must Now Be Announced First», Wall Street Journal, March 17, 1999, C3.

24- Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading», 345.

25- J. Carr Bettis, Jeffrey L. Coles, and Michael L. Lemmon, «Corporate Policies Restricting Trading by Insiders», Journal of Financial Economics 57 (2000): 192.

26- Kumar Sivakumar and Gregory Waymire, «Insider Trading Following Material News Events: Evidence from Earnings», Financial Management 23 (1994): 23 - 32.

لإيضاح العوامل التي تجعل نوافذ الاتجار غير قادرة على منع المديرين كلياً من الاتجار بالمعلومات الداخلية انظر:

Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading», 346.

27- نذكر على سبيل المثال أن واحداً من مديري شركة مايكرو ويرهاوس، التي لا تسمح لمديريها بالاتجار بأسهمها إلا أثناء مدة محدودة تمتد على تسعة أيام تبدأ بعد مرور خمسة أيام على موعد إعلان الأرباح الفصلية، قد عمد إلى بيع ما قيمته 2.4 مليون $ من الأسهم في آخر نيسان/أبريل – أول أيار/مايو أي قبل شهر من الإعلان عن العائدات المتواضعة غير السارة للربع الثاني من العام، والذي دفع بسعر الأسهم إلى الهبوط بمعدل تجاوز 60 بالمئة. انظر:

Bridget O'Brian, «Insider Selling of a Stock Headed South May Mean Others Should Also Bail Out», Wall Street Journal, July 17, 1996, C14.

28- Andrew Hill, «Inside Track», Financial Times (London), August 2, 2002, 10.

29- Henny Sender and Rebecca Blumenstein, "Questing the Books: Global Crossing Creditors Review Sales, Swaps," Wall Street Journal, February 25, 2002, A6.

30- Mark Gimein, «You Bought, They Sold», Fortune, September 2, 2002, 64 - 65.

31- William S. Lerach, «Plundering America: How American Investors Got Taken for Trillions by Corporate Insiders», Stanford Journal of Law, Business and Finance 8 (2002): 103.

32- Jennifer N. Carpenter and Barbara Remmers, «Executive Stock Option Exercises and Inside Information», Journal of Business 74 (2001): 513 - 534.

33- انظر:

Bin Ke, Steven Huddart, and Kathy Petroni, «What Insiders Know about Future Earnings and How They Use It: Evidence from Insider Trades», Journal of Accounting and Economics 35 (2003): 315 - 346.

34- انظر:

Messod Beneish, Eric Press, and Mark E. Vargus, «The Relation between Incentives to Avoid Debt - Covenant Default and Insider Trading», working paper, Indiana University, 2001.

35- David Leonhardt, «It's Called a 'Loan,' But It's Far Sweeter», New York Times, February 3, 2002, sec. 3, 11; and David Leonhardt, «Executives Beyond Enron Took Months to Report Sales», New York Times, February 11, 2002, Cl.

36- Shijun Cheng, Venky Nagar, and Madhav V. Rajan, «Do Delayed Insider Disclosures Convey Information about Future Earnings?» working paper, University of Michigan Business School, 2002.

37- Alex Berenson, «2 Tyco Officials Sold Stock by Returning It to Company» New York Times, January 30, 2002, Cl.

38- Sarbanes-Oxley Act, sec. 403(a).

39- SEC Release No. 338230- (May 7, 2003).

40- المادة 306(a) من قانون ساربنس–أوكسلي يمنع الموظفين وأعضاء مجلس الإدارة من الاتجار بأسهم الشركة أيضاً أثناء مدد عماء الصندوق التقاعدي التي لا يسمح فيها لموظفي الشركة بتنقيل أرصدتهم في الصندوق التقاعدي بين الخيارات الاستثمارية المختلفة (التي تشمل

عــادة فيما تشمله أسهم الشركــة). غير أن مدد عماء الصندوق التقاعــدي لا تتأثر مطلقاً بتوفر المعلومات الداخلية التي تتيح للمديرين وبعض الموظفين الآخرين عقد صفقات الاتجار المجزيــة. بــل إن تلك المدد عــادة ما يتم فرضها من قبل المشرف علــى برنامج التقاعد كلما طرأت تغيرات جديدة على خيارات الاستثمار، أو تتزامن مع إعادة تقويم خزينة الصندوق، أو يتم إقرارها من قبل القيّم على برنامج التقاعد (أو غيره القائمين على خدمة الصندوق). لذلــك فإن من غير المفهوم على الإطلاق أن يعتقد البعض بأن حظر الاتجار بأسهم الشركة أثنــاء مدة عمــاء الصندوق التقاعدي ســوف يقلص بوضوح من قــدرة المديرين على إبرام صفقات الاتجار المجزية استناداً إلى ما يقعون عليه من معلومات داخلية.

41- للاطلاع على نموذج منهجي لتلك الحوافز الشاذة انظر:

Bar-Gill and Bebchuk, «The Costs of Permitting Managers to Sell Shares».

42- Daniel Bergstresser and Thomns Philippon, «CEO Incentives and Earnings Management: Evidence from the 1990s», working paper, Harvard Business School and Massachusetts Institute of Technology, 2003; Messod D. Beneish, «Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements That Violate GAAP», Accounting Review 74 (1999): 425 - 457; and Bin Ke, «The Influence of Equity-Based Compensation on CEOs' Incentives to Report Strings of Consecutive Earnings Increases», working paper, Pennsylvania State University, 2003.

43- Beneish, «Incentives and Penalties», 425 - 457.

كشفــت دراسة أخرى عن أن كبار المديرين، في الشركات التي شهدت اضطرابات محاسبية جعلتهــا لاحقاً هدفاً لإجراءات تنفيذية من جانب هيئــة الأوراق والأسواق المالية، قد استخدموا خياراتهــم أثنــاء المدة التي سبقــت ذلك بمعدل أعلى بوضــوح منه لدى نظرائهــم في الشركات الأخرى. انظر:

Simi Kedia and Natasha Burns, «Do Executive Stock Options Generate Incentives for Earnings Management? Evidence from Accounting Restatements», working paper, Harvard Business School, 2003.

44- Scott L. Summers and John T. Sweeney, «Fraudulently Misstated Financial Statements and Insider Trading: An Empirical Analysis», Accounting Review 73 (1998): 131 - 146.

45- Shane A. Johnson, Harley E. Ryan, and Yisong S. Tian, «Executive Compensation and Corporate Fraud», working paper, Louisiana State University and York University, 2003.

46- Merle Erickson, Michelle Hanlon, and Edward Maydew, «How Much Will Firms Pay for Earnings That Do Not Exist? Evidence of Taxes Paid on Allegedly Fraudulent Earnings», Accounting Review.

47- See Section 304 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002.

15-تطوير تعويضات المديرين

عبارة مقتبسة عن رئيس هيئة الأوراق والأسواق المالية، ويليام دونادسون، مأخوذة من:

SEC Chairman William Donaldson, quoted in Lori Calabro, «Above Board», CFO Magazine (October 2003),

http://www.cfo.com/article/1,5309,108017%C07%CM%7C7067%C,00.html (accessed June 23, 2004).

1- Jesse M. Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading through Pretrading Disclosure», Southern California Law Review 71 (1998): 303 - 392.

2- Reg. S-K, Item 402 (17 CFR 229 - 402).

3- انظر: NYSE Corp. Gov. Rules Sec. 303A.05.

4- انظر على سبيل المثال:

TIAA-CREF, “Policy Statement on Corporate Governance», http://www.tiaa-cref.org/pubs/html/governance_policy (accessed March 16, 2004).

5- NASD Rule 4350; NYSE Listed Company Manual Rule 303A; SEC Release No. 34 - 48108 (June 3, 2003).

6- انظر على سبيل المثال:

Andrew Countryman, «Investors Get Say on Equity Pay; SEC Mandates Stockholder Vote», Chicago Tribune, July 1, 2003, C3; and Amy Strahan Butler, «S.E.C. Passes Rule Changes for Options», New York Times, July 1, 2003, C3.

7- انظر:

Wachtell, Lipton, Rosen, and Katz, «Stock Plan Design for the Upcoming Proxy Season», January 21, 2004.

8- انظر هيئة المستثمرين المؤسساتيين:

Council of Institutional Investors, «Council Policies - Director and Management Compensation», http://www.cii.org/dcwascii/web.nsf/doc/policies_iv.cm (accessed June 23, 2004).

16- تطوير حوكمة الشركات

عبارة مقتبسة عن المستشار ويليام ألين مأخوذة من أطلس بلازيوس:

Chancellor William Allen, writing in Blasius v. Atlas, 564 A.2d 651, 659 (Del. Ch. 1988).

1- انظر:

Lucian A. Bebchuk, «The Case for Shareholder Access to the Ballot», Business Lawyer 59 (2003): 43 - 66, reprinted in Lucian A, Bebchuk, ed., Shareholder Access to the Corporate Ballot (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2004); and Lucian A. Bebchuk, The Case for Allocating More Power to Shareholders, Harvard Law Review (forthcoming).

2- للاطـلاع على رؤيتين شاملتين حديثتي العهد من جانـب أنصار الحفاظ على موازين القوى القائمة حالياً بين المديرين والمسهمين انظر:

Martin Lipton and Steven A. Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come», Business Lawyer 59 (2003): 6794-, reprinted in Bebchuk, Shareholder Access to the Corporate Ballot; and John J. Castellani and Amy L. Goodman, «The Case against the SEC Director Election Proposal», in Bebchuk, Shareholder Access to the Corporate Ballot.

3- Charles M. Elson, «The Duty of Care, Compensation, and Stock Ownership»,University of Cincinnati Law Review 63 (1994): 690 - 692.

4- Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946, 949 (Del. 1985); quoting Aronson v. Lewis, 473 A. 2d 805, 811 (Del. 1984).

5- Bebchuk, «The Case for Shareholder Access to the Ballot», Business Lawyer 59 (2003): 43 - 66.

6- أثنــاء مــدة سبع السنوات تلك دعي المسهمون 215 مــرة إلى صناديق الاقتراع، أي بمعدل 30 مرة تقريباً في العام الواحد. غير أن غالبية تلك الدعوات الانتخابية لم تكن تنطوي على أي محاولــة لاستبدال مجلس الإدارة بفريق جديد يدير الشركة على نحو مختلف لما فيه خدمة مصالــح حملة الأسهــم. نحو ربع تلك الحالات لم يكن ليتصل باختيــار أعضاء المجلس على الإطــلاق، وإنمــا بقضايا أخرى كمشروعات تعديل ميثاق الشركــة وما إلى ذلك. كذلك كان هنالــك العدد نفسه تقريبــاً من الصراعات الانتخابية المتعلقــة بانتخاب أعضاء المجلس في سيــاق عروض الاستيــلاء العدوانية وما رافقهــا من محاولات استبدال المجلس بغية إتاحة الفرصــة لإتمام صفقة الشــراء العدوانية، أو في سياق المحاولات الراميــة إلى فتح أو إعادة هيكلة بعض الاعتمادات المالية المغلقة.

7- Letter from Henry A. McKinnell, Ph.D., chairman and CEO, Pfizer Inc., and chairman, The Business Roundtable, to Jonathan G. Katz, secretary, SEC (December 22, 2003), http:// www.sec.gov/rules/proposed/s71903/s71903 - 381.pdf (accessed March 16, 2004).

النقــاط الرئيسة التي تضمنتها الرسالة تم عرضهــا في ورقة بحث لاحقة حملت اسم رئيس طاولة الأعمال المستديرة وواحد من مستشاريه القانونيين. انظر:

Castellani and Goodman, «The Case against the SEC Director Election Proposal».

8- Lucian Bebchuk and Marcel Kahan, «A Framework for Analyzing Legal Policy towards Proxy Contests», California Law Review 78 (1990): 10711136-.

9- Letter from Lucian A. Bebchuk to Jonathan G. Katz, secretary, SEC (December 22, 2003), http:// www.sec.gov/ru1es/Proposed/s 71903/labebchuk l22203.htm (accessed March 16, 2004).

10- انظر:

Lucian Bebchuk and Alma Cohen, «The Costs of Entrenched Boards», Harvard Law School, working paper, 2003, http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/ (accessed March 16, 2004).

11- للاطلاع على مناقشة منهجية لهذه المسألة انظر:

Lucian Bebchuk and Assaf Hamdani, «Optimal Defaults for Corporate Law Evolution», Northwestern Law Review 96 (2002): 489 - 520.

12- للاطـلاع على تحليـل يوضح كيف أن سلطة مجالس الإدارة على قرارات تسجيـل الشركة تدفع بالسلطات المعنية في الولاية إلى إصدار قوانين ترجح كفة المديرين انظر:

Lucian A. Bebchuk, «Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law», Harvard Law Review 105 (1992): 1435 - 15 10; and Lucian A. Bebchuk and Allen Ferrell, «Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers», Columbia Law Review 99 (1999): 1168 - 1199.

للوقـوف علـى دلائل تجريبيـة تبين أن قـرارات التسجيل وإعـادة التسجيل تقـدم لسلطات الولايات المعنية، والراغبة عموماً في الحفاظ على الشركات المسجلة لديها، دوافع حقيقية لتبني تشريعات مضادة لمحاولات الاستيلاء تضمن توفير الحماية الكافية للمديرين، انظر:

Lucian A. Bebchuk and Alma Cohen, «Firms' Decision Where to Incorporate», Journal of Law and Economics 46 (2003): 383 - 425.

13- Lipton and Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy», 83 - 85.

14- Lipton and Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy», 82.

15- Lipton and Rosenblum,«Election Contests in the Company's Proxy», 77.

16- 485 U.S. 224, 234 (1988), quoting Flamm v. Eberstadt, 814 F. 2d 1169, 1175 (7th Cir. 1987).

17- Lipton and Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy», 87.

18- Martin Lipton, «Takeover Bids in the Target's Boardroom», Business Lawyer 33 (1979): 101 - 134; and Jeremy C. Stein, «Takeover Threats and Managerial Myopia», Journal of Political Economy 96 (1988): 6180-.

19- Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, and Andrew Metrick, «Corporate Governance and Equity Prices», Quarterly Journal of Economics 118 (2003): 107 - 155; and Bebchuk and Cohen, «The Costs of Entrenched Boards».

20- Lipton and Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy», 76.

21- Lipton and Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy,» 94.

المراجع

Aboody, David, and Ron Kasznik. 2000. "CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures." *Journal of Accounting and Economics* 29: 73–100.

Abowd, John M., and David S. Kaplan. 1999. "Executive Compensation: Six Questions That Need Answering." *Journal of Economic Perspectives* 13: 145–168.

Acharya, Viral V., Kose John, and Rangarajan K. Sundaram. 2000. "On the Optimality of Resetting Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 57: 65–101.

Aggarwal, Rajesh K., and Andrew A. Samwick. 1999. "Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidence." *Journal of Finance* 54: 1999–2043.

Agrawal, Anup, and Charles R. Knoeber. 1998. "Managerial Compensation and the Threat of Takeover." *Journal of Financial Economics* 47: 219–239.

Agrawal, Anup, and Ralph A. Walkling. 1994. "Executive Careers and Compensation Surrounding Takeover Bids." *Journal of Finance* 49: 985–1014.

Allen, Michael Patrick. 1981. "Power and Privilege in the Large Corporation: Corporate Control and Managerial Compensation." *American Journal of Sociology* 86: 1112–1123.

Angel, James J., and Douglas M. McCabe. 2002. "Market-Adjusted Options for Executive Compensation." *Global Business and Economics Review* 4: 1–23.

Baker, George P., Michael C. Jensen, and Kevin J. Murphy. 1998. "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory." *Journal of Finance* 63: 614.

Balsam, Steven. 2002. *An Introduction to Executive Compensation*. San Diego, CA: Academic Press.

Balsam, Steven, Huajing Chen, and Srinivasan Sankaraguruswamy. 2003. "Earnings Management Prior to Stock Option Grants." Working paper, Temple University, Department of Accounting.

Bar-Gill, Oren, and Lucian A. Bebchuk. 2003. "The Costs of Permitting Managers to Sell Shares." Working paper, Harvard Law School.

Barris, Linda J. 1992. "The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay." *Indiana Law Journal* 68: 59–100.

Bebchuk, Lucian A. 1989. "Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The

Desirable Constraints on Charter Amendments." *Harvard Law Review* 102: 1820–1860.

———. 1992. "Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law." *Harvard Law Review* 105: 1435–1510.

———. 2003. "The Case for Shareholder Access to the Ballot." *Business Lawyer* 59: 43–66.

———. Forthcoming. "The Case for Allocating More Power to Shareholders." *Harvard Law Review.*

Bebchuk, Lucian A., John Coates IV, and Guhan Subramanian. 2002. "The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy." *Stanford Law Review* 54: 887–951.

Bebchuk, Lucian A., and Alma Cohen. 2003. "The Costs of Entrenched Boards." Working paper, Harvard Law School.

———. 2003. "Firms' Decision Where to Incorporate." *Journal of Law and Economics* 46: 383–425.

Bebchuk, Lucian A., and Allen Ferrell. 1999. "Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers." *Columbia Law Review* 99: 1168–1199.

Bebchuk, Lucian A., and Jesse M. Fried. "Executive Compensation as an Agency Problem." *Journal of Economic Perspectives* 17 (2003): 71–92.

Bebchuk, Lucian A., Jesse M. Fried, and David I. Walker. "Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation." *University of Chicago Law Review* 69 (2002): 751–846.

Bebchuk, Lucian A. and Yaniv Grinstein. 2004. "The Growth of Executive Pay." Working paper, Harvard Law School.

Bebchuk, Lucian A., and Assaf Hamdani. 2002. "Optimal Defaults for Corporate Law Evolution." *Northwestern Law Review* 96: 489–520.

Bebchuk, Lucian A., and Christine Jolls. 1999. "Managerial Value Diversion and Shareholder Wealth." *Journal of Law, Economics, and Organization* 15: 487–502.

Bebchuk, Lucian A., and Marcel Kahan. 1990. "A Framework for Analyzing Legal Policy towards Proxy Contests." *California Law Review* 78: 1071–1135.

Bebchuk, Lucian A., and Mark J. Roe. 1999. "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance." *Stanford Law Review* 52: 127–170.

Beneish, Messod D. 1999. "Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements that Violate GAAP." *Accounting Review* 74: 425–457.

Beneish, Messod D., Eric Press, and Mark E. Vargus. 2001. "The Relation between Incentives to Avoid Debt-Covenant Default and Insider Trading." Working paper, Indiana University.

Bergstresser, Daniel, and Thomas Philippon. 2002. "CEO Incentives and Earnings Management." Working paper, Harvard Business School and Massachusetts Institute of Technology.

Berle, Adolph A. Jr., and Gardiner C. Means. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.

Bertrand, Marianne, and Sendhil Mullainathan. 1999. "Is There Discretion in Wage Setting? A Test Using Takeover Legislation." *Rand Journal of Economics* 30: 535–554.

———. 2000. "Agents With and Without Principals." *American Economics Review* 90: 203–208.

———. 2001. "Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are." *Quarterly Journal of Economics* 116: 901–932.

Bethel, Jennifer E., and Stuart L. Gillan. 2002. "The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting." *Financial Management* 31: 29–54.

Bettis, J. Carr, John M. Bizjak, and Michael L. Lemmon. 2001. "Managerial Ownership, Incentive Contracting, and the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36: 345–371.

Bettis, J. Carr, Jeffrey L. Coles, and Michael L. Lemmon. 2000. "Corporate Policies Restricting Trading by Insiders." *Journal of Financial Economics* 57: 191–220.

Bizjak, John M., Michael L. Lemmon, and Lalitha Naveen. 2000. "Has the Use of Peer Groups Contributed to Higher Levels of Executive Compensation?" Working paper, Portland State University, University of Utah, and Arizona State University.

Black, Bernard S. 1989. "Bidder Overpayment in Takeovers." *Stanford Law Review* 41: 597–660.

Blanchard, Olivier Jean, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. 1994. "What Do Firms Do with Cash Windfalls?" *Journal of Financial Economics* 36: 337–360.

Bochner, Steven E. and Leslie A. Hakala. 2001. "Implementing Rule 10b5-1 Stock Trading Plans." *Insights* 15: 2.

Boeker, Warren. 1992. "Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top." *Administrative Science Quarterly* 37: 400–418.

Bogus, Carl T. 1993. "Excessive Executive Compensation and the Failure of Corporate Democracy." *Buffalo Law Review* 41: 1–83.

Borokhovich, Kenneth A., Kelly R. Brunarski, and Robert Parrino. 1997. "CEO Contracting and Anti-Takeover Amendments." *Journal of Finance* 52: 1495–1517.

Brenner, Menachem, Rangarajan K. Sundaram, and David Yermack. 2000. "Altering the Terms of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 57: 103–128.

Brick, Ivan E., Oded Palmon, and John K. Wald. 2002. "CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism." Working paper, Rutgers University Business School.

Brudney, Victor. 1982. "The Independent Director—Heavenly City or Potemkin Village?" *Harvard Law Review* 95: 597–659.

Brudney, Victor, and Allen Ferrell. 2002. "Corporate Speech and Citizenship: Corporate Charitable Giving." *University of Chicago Law Review* 69: 1191–1218.

Burke, Stacey, Glenn Davis, Chris Loayza, Conor Murphy, and Sergio Schuchner. 2002. "The Structure and Compensation of Boards of Directors at S&P Super 1500 Companies." In *Board Structure/Board Pay 2002*. Washington, DC: Investor Responsibility Research Center.

Calabro, Lori. "Above Board," 2003. *CFO Magazine* (October), http://www.cfo.com/article/1,5309,10801|0|M|706|,00.html (accessed June 23, 2004).

Callaghan, Sandra Renfro, P. Jane Saly, and Chandra Subramaniam. 2000. "The Timing of Option Repricing." Working paper, Texas Christian University, University of St. Thomas, and University of Texas at Arlington.

Carpenter, Jennifer N. 1998. "The Exercise and Valuation of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 48: 127–158.

Carpenter, Jennifer N., and Barbara Remmers. 2001 "Executive Stock Option Exercises and Inside Information." *Journal of Business* 74: 513–534.

Carter, Mary Ellen, and Luann J. Lynch. 2001. "An Examination of Executive Stock Option Re-pricing." *Journal of Financial Economics* 61: 207–225.

———. 2003. "The Effect of Stock Option Repricing on Employee Turnover." Working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, and University of Virginia Darden Graduate School of Business, 4.

Castellani, John J., and Amy L. Goodman. 2004. "The Case against the SEC Director Election Proposal." In *Shareholder Access to the Corporate Ballot*, edited by Lucian A. Bebchuk. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Chance, Don M., Raman Kumar, and Rebecca B. Todd. 2000. "The 'Re-pricing' of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 57: 129–154.

Chauvin, Keith, and Cathy Shenoy. 2001. "Stock Price Decreases Prior to Executive Stock Option Grants." *Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance, and Organization* 7: 53–76.

Cheffins, Brian R., and Randall S. Thomas. 2001. "Should Shareholders Have a Greater Say over Executive Pay? Learning from the U.S. Experience." *Journal of Corporation Law Studies* 1: 227–315.

Cheng, Shijun, Venky Nagar, and Madhav V. Rajan. 2002. "Do Delayed Insider Disclosures Convey Information about Future Earnings?" Working paper, University of Michigan Business School.

———. Forthcoming. "Identifying Control Motives in Managerial Ownership: Evidence from Antitakeover Regulation." *Review of Financial Studies.*

Cheung, Joe. 2002. "Valuation of 'Razorback' Executive Stock Options: A Simulation Approach." Working paper, University of Auckland, New Zealand.

Choe, Chongwoo. 2003. "Leverage, Volatility, and Executive Stock Options." *Journal of Corporate Finance* 9: 591–609.

Clark, Kim. 2003. "Corporate Scandals: Is It a Problem of Bad Apples, or Is It the Barrel?" Prepared remarks for the National Press Club, February 26, 2003, Harvard Business School.

Clark, Robert C. 1986. *Corporate Law.* Boston: Little, Brown and Company.

Clark Bardes Consulting. n.d. "Executive Benefits: A Survey of Current Trends: 2001 Results." http://www.clarkconsulting.com/knowledgecenter/articles/benefits/20020305.pdf (accessed June 23, 2004).

Clark Consulting 2003. "Executive Benefits: A Survey of Current Trends: 2003 Results."

Clawson, Mark A., and Thomas C. Klein. 1997. "Indexed Stock Options: A Proposal for Compensation Commensurate with Performance." *Stanford Journal of Law, Business and Finance* 3: 31–50.

Conyon, Martin J., and Kevin J. Murphy. 2000. "The Prince and the Pauper? CEO Pay in the U.S. and the U.K." *Economic Journal* 110: F640–F671.

Conyon, Martin J., and Simon I. Peck. 2004. *Compensation Consultants and Executive Pay*. Working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, and Weatherhead School of Management, Case Western Reserve University.

Core, John E., Wayne Guay, and David F. Larcker. 2003. "Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey." *Economic Policy Review* 9: 27–50.

Core, John E., Robert W. Holthausen, and David F. Larcker. 1999. "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance." *Journal of Financial Economics* 51: 371–406.

Core, John E., and David F. Larcker. 2002. "Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership." *Journal of Financial Economics* 64: 317–340.

Corporate Library, The. 2001. "The Use of Company Aircraft." Special report.

Crystal, Graef S. 1991. *In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives*. New York: W. W. Norton.

Cyert, Richard M., Sok-Hyon Kang, and Praveen Kumar. 2002. "Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence." *Management Science* 48: 453–469.

David, Parthiban, Rahul Kochar, and Edward Levitas. 1998. "The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation." *Academy of Management Journal* 41: 200–208.

DeChow, Patricia M., Amy P. Hutton, and Richard G. Sloan. 1996. "Economic Consequences of Accounting for Stock-Based Compensation." *Journal of Accounting Research* 34: 1–20.

DeFusco, Richard A., Robert R. Johnson, and Thomas S. Zorn. 1990. "The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders." *Journal of Finance* 45: 617–627.

———. 1991. "The Association between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making." *Financial Management* 20: 36–43.

Dyck, Alexander, and Luigi Zingales. 2002. "The Corporate Governance Role of the Media." Working paper, Harvard Business School and the University of Chicago.

———. 2004. "Private Benefits of Control: An International Comparison." *Journal of Finance* 59: 537–600.

Dye, Ronald A. 1992. "Relative Performance Evaluation and Project Selection." *Journal of Accounting Research* 30: 27–52.

Easterbrook, Frank H. 1984. "Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence." *Delaware Journal of Corporate Law* 9: 540–571.

Eisenberg, Melvin A. 1989. "The Structure of Corporation Law." *Columbia Law Review* 89: 1461–1489.

———. 1999a. "The Compensation of Chief Executive Officers and Directors of Publicly Held Corporations." *7th Annual Corporate Governance Institute* (SE 39 ALI-ABA), 103–138.

———. 1999b. "Corporate Law and Social Norms." *Columbia Law Review* 99: 1253–1292.
Elson, Charles M. 1993. "Executive Over-Compensation—A Board-Based Solution." *Boston College Law Review* 34: 937–996.
———. 1995. "The Duty of Care, Compensation, and Stock Ownership." *University of Cincinnati Law Review* 63: 649–711.
Erickson, Merle, Michelle Hanlon, and Edward Maydew. Forthcoming. "How Much Will Firms Pay for Earnings That Do Not Exist? Evidence of Taxes Paid on Allegedly Fraudulent Earnings." *Accounting Review.*
Espahbodi, Hassan, Pouran Espahbodi, Zabihollah Rezaee, and Hassan Tehranian. 2002. "Stock Price Reaction and Value Relevance of Recognition versus Disclosure: The Case of Stock Based Compensation." *Journal of Accounting and Economics* 33: 343–373.
Fama, Eugene F. 1980. "Agency Problems and the Theory of the Firm." *Journal of Political Economy* 88: 288–307.
Fama, Eugene F., and Michael C. Jensen. 1983. "Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics* 26: 301–325.
Fee, C. Edward, and Charles J. Hadlock. 2003. "Raids, Rewards, and Reputations in the Market for CEO Talent." *Review of Financial Studies* 16: 1315–1357.
Fich, Eliezer M., and Lawrence J. White. Forthcoming. "Why Do CEOs Reciprocally Sit on Each Other's Boards?" *Journal of Corporate Finance.*
Finkelstein, Sydney. 1992. "Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation." *Academy of Management Journal* 35: 505–538.
Finkelstein, Sydney, and Donald C. Hambrick. 1988. "Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation." *Strategic Management Journal* 9: 543–558.
———. 1989. "Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes." *Strategic Management Journal* 10: 121–134.
Fischel, Daniel R. 1982. "The Corporate Governance Movement." *Vanderbilt Law Review* 35: 1259–1292.
———. 1982. "The Race to the Bottom Revisited: Reflection on Recent Development in Delaware's Corporation Law." *Northwestern University Law Review* 76: 913–945.
Fried, Jesse M. 1998. "Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading through Pretrading Disclosure." *Southern California Law Review* 71: 303–392.
———. 2000. "Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers." *University of Chicago Law Review* 67: 421–477.
———. 2001. "Open Market Repurchases: Signaling or Managerial Opportunism." *Theoretical Inquiries in Law* 2: 865–894.
———. 2003. "Insider Abstention." *Yale Law Journal* 113: 455–492.
Garvey, Gerald T., and Gordon Hanka. 1999. "Capital Structure and Corporate Control: The Effect of Antitakeover Statutes on Firm Leverage." *Journal of Finance* 54: 519–546.
Garvey, Gerald T., and Todd Milbourn. 2003. "Incentive Compensation When Executives Can Hedge the Market: Evidence of Relative Performance Evaluation in the Cross Section." *Journal of Finance* 58: 1557–1581.

Georgeson Shareholder. 2003. "Annual Corporate Governance Review." http://www.georgesonshareholder.com/pdf/2003%20a.wrapup.pdf (accessed June 23, 2004).
Gillan, Stuart L. 2001a. "Has Pay for Performance Gone Awry: Views from a Corporate Governance Forum." *Research Dialogue* 68: 1–16.
———. 2001b. "Option-Based Compensation: Panacea or Pandora's Box?" *Journal of Applied Corporate Finance* 14: 115–128.
Gompers, Paul A., Joy L. Ishii, and Andrew Metrick. 2003. "Corporate Governance and Equity Prices." *Quarterly Journal of Economics* 118: 107–155.
Goyal, Vidhan K., and Chul W. Park. 2002. "Board Leadership Structure and CEO Turnover." *Journal of Corporate Finance* 8: 49–66.
Green, Joshua. 2002. "Savage Business." *American Prospect* 13: 14–15.
Grinstein, Yaniv, and Paul Hribar. Forthcoming. "CEO Compensation and Incentives—Evidence from M&A Bonuses." *Journal of Financial Economics.*
Groves, Ronald L. 1992. *Executive Compensation.* CCH Tax Transactions Library.
Habib, Michel A., and Alexander P. Ljungqvist. Forthcoming. "Firm Value and Managerial Incentives: A Stochastic Frontier Approach." *Journal of Business.*
Hall, Brian J. 1999. "A Better Way to Pay CEOs?" In *Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence*, edited by Jennifer Carpenter and David Yermack. Boston: Kluwer Academic Publishers.
Hall, Brian J., and Thomas Knox. 2002, May. "Managing Option Fragility." Working paper no. 02–19, Harvard Business School, Negotiations, Organizations and Markets Unit.
Hall, Brian J., and Jeffrey B. Liebman. 1998. "Are CEO's Really Paid like Bureaucrats?" *Quarterly Journal of Economics* 113: 653–691.
———. 2000. "The Taxation of Executive Compensation." In *Tax Policy and the Economy*, edited by James Poterba. Vol. 14. Cambridge, MA: MIT Press.
Hall, Brian J., and Kevin J. Murphy. 2000. "Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options." *American Economic Association Proceedings* 90: 209–214.
———. 2002. "Stock Options for Undiversified Executives." *Journal of Accounting and Economics* 33: 3–42.
———. 2003. "The Trouble with Stock Options." *Journal of Economic Perspectives* 17: 49–70.
Hallock, Kevin. 1997. "Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32: 331–344.
———. 1999. "Dual Agency: Corporate Boards with Reciprocally Interlocking Relationships." In *Executive Compensation and Shareholder Value*, edited by J. Carpenter and D. Yermack. Boston: Kluwer Academic Publishers.
Hambrick, Donald C., and Sydney Finkelstein. 1995. "The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of CEO Pay Raises." *Strategic Management Journal* 16: 175–193.
Hartzell, Jay C., Eli Ofek, and David Yermack. 2004. "What's in It for Me? CEOs Whose Firms Are Acquired." *Review of Financial Studies* 17: 37–61.
Hartzell, Jay C., and Laura T. Starks. 2003. "Institutional Investors and Executive Compensation." *Journal of Finance* 58: 2351–2374.

Heard, James E. 1995. "Executive Compensation: Perspective of the Institutional Investor." *University of Cincinnati Law Review* 63: 749–767.

Hemmer, Thomas, Steve Matsunaga, and Terry Shevlin. 1998. "Optimal Exercise and the Cost of Granting Employee Stock Options with a Reload Provision." *Journal of Accounting Research* 36: 231–255.

Hermalin, Benjamin E., and Michael S. Weisbach. 1998. "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO." *American Economic Law Review* 88 (March): 96–118.

———. 2003. "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature." *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 9: 7–26.

Himmelberg, Charles P., and R. Glenn Hubbard. 2000. "Incentive Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay-for-Performance Sensitivity." Working paper, Columbia University and the National Bureau of Economic Research.

Hirshleifer, Jack. 1978. "Competition, Cooperation, and Conflict in Economics and Biology." *American Economic Review* 68: 238–243.

Hodgson, Paul. 2002. "Golden Hellos." The Corporate Library.

———. 2002. "My Big Fat Corporate Loan." Study by the Corporate Library.

———. 2003. "Golden Parachutes and Cushioned Landings." The Corporate Library.

———. 2003. "Paying CEOs to Stay at Home." The Corporate Library.

———. 2003. "What Really Happened to CEO Pay in 2002." The Corporate Library.

Holderness, Clifford, Randall Kroszner, and Dennis Sheehan. 1999. "Were the Good Old Days That Good? Evolution of Managerial Stock Ownership and Corporate Governance since the Great Depression." *Journal of Finance* 54: 435–469.

Holmstrom, Bengt. 1979. "Moral Hazard and Observability." *Bell Journal of Economics* 10: 74–91.

———. 1982. "Moral Hazard in Teams." *Bell Journal of Economics* 13: 324–340.

Huddart, Steven. 1994. "Employee Stock Options." *Journal of Accounting and Economics* 18: 207–231.

Janakiraman, Surya N., Richard A. Lambert, and David F. Larcker. 1992. "An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation Hypothesis." *Journal of Accounting Research* 30: 53–69.

Jensen, Michael C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economic Review* 76: 323–329.

Jensen, Michael C., and Kevin J. Murphy. 1990. "CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, but How." *Harvard Business Review* 68: 138–153.

———. 1990. "Performance, Pay and Top-Management Incentives." *Journal of Political Economy* 98: 225–264.

Jensen, Michael C., and William Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3: 305–360.

Jin, Li. 2002. "CEO Compensation, Diversification, and Incentives." *Journal of Financial Economics* 66: 29–63.

Jin, Li, and Lisa Meulbroek. 2001. "Do Underwater Executive Stock Options Still Align Incentives? The Effect of Stock Price Movements on Managerial Incentive-Alignment." Working paper, Harvard Business School.

Johnson, Shane A., Harley E. Ryan, and Yisong S. Tian. 2003. "Executive Compensation and Corporate Fraud." Working paper, Louisiana State University and York University.

Johnson, Shane, and Yisong S. Tian. 2000. "Indexed Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 57: 35–64.

———. 2000. "The Value and Incentive Effects of Non-Traditional Executive Stock Option Plans." *Journal of Financial Economics* 57: 3–34.

Kahan, Marcel, and Ed Rock. 2002. "How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law." *University of Chicago Law Review* 69: 871–915.

Kahle, Kathleen M., and Kuldeep Shastri. Forthcoming. "Executive Loans." *Journal of Financial and Quantitative Analysis.*

Ke, Bin. 2003. "The Influence of Equity-Based Compensation on CEOs' Incentives to Report Strings of Consecutive Earnings Increases." Working paper, Pennsylvania State University.

Ke, Bin, Steven Huddart, and Kathy Petroni. 2003. "What Insiders Know about Future Earnings and How They Use It: Evidence from Insider Trades." *Journal of Accounting and Economics* 35: 315–346.

Kedia, Simi, and Natasha Burns. 2003. "Do Executive Stock Options Generate Incentives for Earnings Management? Evidence from Accounting Restatements." Working paper, Harvard Business School.

Khurana, Rakesh. 2002. *Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs.* Princeton, NJ: Princeton University Press.

Kole, Stacey R. 1997. "The Complexity of Compensation Contracts." *Journal of Financial Economics* 43: 79–104.

Lambert, Richard A., David F. Larcker, and Robert E. Verrecchia. 1991. "Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation." *Journal of Accounting Research* 29: 129–149.

Lambert, Richard A., David F. Larcker, and Keith Weigelt. 1993. "The Structure of Organizational Incentives." *Administrative Science Quarterly* 38: 438–461.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. 1999. "Corporate Ownership around the World." *Journal of Finance* 54: 471–517.

Lerach, William S. 2002. "Plundering America: How American Investors Got Taken for Trillions by Corporate Insiders." *Stanford Journal of Law, Business and Finance* 8: 69–126.

Levinsohn, Alan. 2001. "A Garden of Stock Options Helps Harvest Talent." *Strategic Finance* 82: 81–82.

Levmore, Saul. 2001. "Puzzling Stock Options and Compensation Norms." *University of Pennsylvania Law Review* 149: 1901–1940.

Lipton, Martin. 1979. "Takeover Bids in the Target's Boardroom." *Business Lawyer* 35: 101–134.

Lipton, Martin, and Steven A. Rosenblum. 2003. "Election Contests in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come." *Business Lawyer* 59: 67–94.

Loewenstein, Mark J. 1996. "Reflections on Executive Compensation and a Modest Proposal for (Further) Reform." *Southern Methodist University Law Review* 50: 201–223.

———. 2000. "The Conundrum of Executive Compensation." *Wake Forest Law Review* 35: 1–30.

Lorsch, Jay W. 1998. "Compensating Corporate CEOs: A Process View." Harvard Business School working paper #99–013.

Lorsch, Jay W., and Elizabeth M. MacIver. 1989. *Pawns or Potentates? The Reality of America's Corporate Boards.* Boston: Harvard Business School Press.

Lorsch, Jay W., and Krishna G. Palepu. 2003. "Limits to Board Effectiveness." Working paper, Harvard Business School.

Lyons, Denis B. K. 1999. "CEO Casualties: A Battlefront Report." *Directors & Boards* (summer): 43–45.

Main, Brian G. M., Charles A. O'Reilly III, and James Wade. 1995. "The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives." *Industrial and Corporate Change* 11: 292–332.

Manne, Henry G. 1965. "Mergers and the Market for Corporate Control." *Journal of Political Economy* 73: 110–120.

Martin, Kenneth J., and Randall S. Thomas. Forthcoming. "When Is Enough, Enough? Market Reaction to Highly Dilutive Stock Option Plans and the Subsequent Impact on CEO Compensation." *Journal of Corporate Finance.*

McConnell, John J., and Henri Servaes. 1990. "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value." *Journal of Financial Economics* 27: 595–612.

McNeil, Chris, Greg Niehaus, and Eric Powers. 2003. "Management Turnover in Subsidiaries of Conglomerates versus Stand-Alone Firms." Working paper, School of Business, Penn State Erie, and Moore School of Business, University of South Carolina.

Meulbroek, Lisa K. 2001. "Executive Compensation Using Relative-Performance-Based Options: Evaluating the Structure and Costs of Indexed Options." Working paper, Harvard Business School.

Millstein, Ira M. 1995. "The Professional Board." *Business Lawyer* 50: 1427–1443.

Millstein, Ira M., and Paul W. MacAvoy. 1998. "The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation." *Columbia Law Review* 98: 1283–1321.

Mirrlees, James A. 1976. "The Optimal Structure of Incentives and Authority within an Organization." *Bell Journal of Economics* 7: 105–131.

Moeller, Sara B., Frederik P. Schlingemann, and Rene M. Stulz. 2003. "Do Shareholders of Acquiring Firms Gain from Acquisitions?" Working paper, Southern Methodist University, University of Pittsburgh, and Ohio State University.

Monks, Robert A. G. 1999. *The Emperor's Nightingale: Restoring the Integrity of the Corporation in the Age of Shareholder Activism.* Boston: Addison-Wesley Publishing.

Monks, Robert A. G., and Nell Minow. 1995. *Corporate Governance*, 2nd ed. Cambridge, MA: Blackwell Publishing.

———. 2001. *Corporate Governance*, 3rd ed. Oxford: Blackwell Publishing.

Montgomery, Cynthia A., and Rhonda Kaufman. 2003. "The Board's Missing Link." *Harvard Business Review* 81: 86–93.

Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 1988. "Management Ownership and Market Valuation." *Journal of Financial Economics* 20: 293–315.

Murphy, Kevin J. 1995. "Politics, Economics, and Executive Compensation." *University of Cincinnati Law Review* 63: 713–746.

———. 1999. "Executive Compensation." In *Handbook of Labor Economics*, edited by Orley Ashenfelter and David Card. Vol. 3, bk. 2. New York: Elsevier.

———. 2000. "Performance Standards in Incentive Contracts." *Journal of Accounting and Economics* 30: 245–278.

———. 2002. "Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options." *University of Chicago Law Review* 69: 847–869.

Murphy, Kevin J., and Paul Oyer. 2003. "Discretion in Executive Incentive Contracts." Working paper, University of Southern California Marshall School of Business and Stanford University Graduate School of Business.

Newman, Harry A., and Haim A. Mozes. 1999. "Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices?" *Financial Management* 28: 41–53.

Nohel, Tom, and Steven Todd. 2004. "Stock Options and Managerial Incentives to Invest." *Journal of Derivatives Accounting* 1: 29–46.

Ofek, Eli, and David Yermack. 1997. "Taking Stock: Equity-Based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership." *Journal of Finance* 55: 1367–1384.

O'Reilly III, Charles A., Brian G. Main, and Graef S. Crystal. 1988. "CEO Compensation as Tournament and Social Comparison: A Tale of Two Theories." *Administrative Science Quarterly* 33: 257–274.

Orts, Eric W. 1998. "Shirking and Sharking: A Legal Theory of the Firm." *Yale Law and Policy Review* 16: 265–329.

Oyer, Paul. Forthcoming. "Why Do Firms Use Incentives That Have No Incentive Effects?" *Journal of Finance.*

Parrino, Robert. 1997. "CEO Turnover and Outside Succession: A Cross-Sectional Analysis." *Journal of Financial Economics* 46: 165–197.

Parthiban, David, Rahul Kochar, and Edward Levitas. 1998. "The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation." *Academy of Management Journal* 41: 200–208.

Pearl Meyer & Partners. 2001. "Equity Stake: Study of Management Equity Participation in the Top 200 Corporations: 2001."

———. 2002. "Executive Pay Trends: Looking Forward and Looking Back." *USA Today*, November 21, B1.

———. 2003. "2003 Director Compensation." http://www.execpay.com/ResDir.htm (accessed June 23, 2004).

Perry, Tod, and Marc Zenner. 2000. "CEO Compensation in the 1990s: Shareholder Alignment or Shareholder Expropriation?" *Wake Forest Law Review* 35: 123–152.

Pollock, Timothy G., Harald M. Fischer, and James B. Wade. 2002. "The Role of Power and Politics in Repricing Executive Options." *Academy of Management Journal* 45: 1172–1182.

Porac, Joseph F., James B. Wade, and Timothy G. Pollock. 1999. "Industry Categories and the Politics of the Comparable Firm in CEO Compensation." *Administrative Quarterly* 44: 112–144.

Quinn, Linda C. 1995. "Executive Compensation under the New SEC Disclosure Requirements." In Seventh Annual Corporate Law Symposium: Executive Compensation. *University of Cincinnati Law Review* 63: 769–815.

Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. 1998. "Power in a Theory of the Firm." *Quarterly Journal of Economics* 113: 387–432.

———. 2001. "The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Theory of the Origin and Growth of Firms." *Quarterly Journal of Economics* 116: 805–851.

Randall, Clarence B. *The Executive in Transition.* New York: McGraw-Hill, 1967.

Rappaport, Alfred. 1999. "New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance." *Harvard Business Review* 77: 91–101.

Ratcliffe, Thomas A. 2001. "New Guidance in Accounting for Stock-Based Compensation: FASBIN No. 44." *National Public Accountant* 46: 28–30.

Ruxton, Kathy B. 1999. *Executive Pay, 1998: Chief Executive Officer Compensation at S&P Super 1,500 Companies as Reported in 1998.* Vol. 2. Washington DC: Investor Responsibility Research Center.

Ryan, Harley E. Jr., and Roy A. Wiggins III. Forthcoming. "Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Bargaining Power and Barriers to Effective Monitoring." *Journal of Financial Economics.*

Saly, P. Jane. 1994. "Repricing Executive Stock Options in a Down Market." *Journal of Accounting and Economics* 16: 325–356.

Saly, P. Jane, Ravi Jagannathan, and Steven J. Huddart. 1999. "Valuing the Reload Feature of Executive Stock Options." *Accounting Horizons* 12: 219–240.

Schizer, David M. 2000. "Executives and Hedging: The Fragile Legal Foundation of Incentive Compatibility." *Columbia Law Review* 100: 440–504.

———. 2001. "Tax Constraints on Indexed Options." *University of Pennsylvania Law Review* 149: 1941–1954.

———. 2002. "Reducing the Tax Costs of Indexed Options." *Tax Notes* 96: 1375–1382.

Scholes, Myron S., Mark A. Wolfson, Merle Erickson, Edward L. Maydew, and Terry Shevlin. 2002. *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*, 2nd ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.

Schwab, Stewart J., and Randall S. Thomas. 2004. "What Do CEOs Bargain For? An Empirical Study of Key Legal Components of CEO Contracts." Working paper, Cornell Law School and Vanderbilt Law School.

Seyhun, H. Nejat. 1998. *Investment Intelligence from Insider Trading.* Cambridge, MA: MIT Press.

Shavell, Steven. 1979. "Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship." *Bell Journal of Economics* 10: 55–73.

Shivdasani, Anil, and David Yermack. 1999. "CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis." *Journal of Finance* 54: 1829–1853.

Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. 1986. "Large Shareholders and Corporate Control." *Journal of Political Economy* 94: 461–488.

———. 1989. "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments." *Journal of Financial Economics* 25: 123–140.

Sivakumar, Kumar, and Gregory Waymire. 1994. "Insider Trading Following Material News Events: Evidence from Earnings." *Financial Management* 23: 23–32.

Smith, Adam. 1776. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations.* Reprint, New York: Modern Library, 1937.

Snyder, Franklin. 2003. "More Pieces of the Compensation Puzzle." *Delaware Journal of Corporate Law* 28: 129–183.

Stein, Jeremy C. 1988. "Takeover Threats and Managerial Myopia." *Journal of Political Economy* 96: 61–80.

Stout, Lynn. 1988. "The Unimportance of Being Efficient." *Michigan Law Review* 87: 613–709.

Strauss, Gary. 2002. "Companies Pony Up to Keep Directors: Boards Seats Have Become Hot Seats." *USA Today*, November 21, B1.

Subramanian, Narayanan, Atreya Chakraborty, and Shahbaz Sheikh. 2003. "Performance Incentives, Performance Pressure, and Executive Turnover." Working paper, Brandeis University.

Summers, Scott L., and John T. Sweeney. 1998. "Fraudulently Misstated Financial Statements and Insider Trading: An Empirical Analysis." *Accounting Review* 73: 131–146.

Symposium on Norms and Corporate Law. 2001. *University of Pennsylvania Law Review* 149: 1607–2191.

Thomas, Randall S., and Kenneth J. Martin. 1998. "Should Labor Be Allowed to Make Shareholder Proposals?" *Washington Law Review* 73: 41–80.

———. 1999. "The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation." *University of Cincinnati Law Review* 67: 1021–1065.

———. 2000. "The Determinants of Shareholder Voting on Stock Option Plans." *Wake Forest Law Review* 35: 31–82.

———. 2001. "Litigating Challenges to Executive Pay: An Exercise in Futility?" *Washington University Law Quarterly* 79: 593–613.

Tian, Yisong S. 2001. "Optimal Contracting, Incentive Effects and the Valuation of Executive Stock Options." Working paper, York University.

Tirole, Jean. 1988. "The Theory of Industrial Organization." Cambridge, MA: MIT Press.

Tosi, Henry L., and Luis R. Gomez-Mejia. 1989. "The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective." *Administrative Science Quarterly* 34: 169–189.

Wade, James, Charles A. O'Reilly III, and Ike Chandratat. 1990. "Golden Parachutes:

CEOs and the Exercise of Social Influence." *Administrative Science Quarterly* 35: 587–603.

Wade, James, Charles A. O'Reilly III, and Tim Pollock. 2004. "Overpaid CEOs and Underpaid Managers: Equity and Executive Compensation." Working paper, University of Wisconsin–Madison, Stanford University, and University of Maryland.

Wade, James B., Joseph F. Porac, and Timothy G. Pollock. 1997. "Worth, Words, and the Justification of Executive Pay." *Journal of Organizational Behavior* 18: 641–664.

Weisbach, Michael S. 1988. "Outside Directors and CEO Turnover." *Journal of Financial Economics* 20: 431–460.

Weston, Fred J., Juan A. Siu, and Brian A. Johnson. 2001. *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance.* 3rd ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.

Williamson, Oliver. 1964. *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm.* Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Wu, YiLin. 2004. "The Impact of Public Opinion on Board Structure Changes, Director Career Progression, and CEO Turnover: Evidence from CalPERS' Corporate Governance Program." *Journal of Corporate Finance* 10: 199–227.

Wulf, Julie. 2004. "Do CEOs in Mergers Trade Power for Premium? Evidence from 'Mergers of Equals.'" *Journal of Law, Economics & Organization* 20 (2004): 60–101.

Yablon, Charles M. 1999. "Bonus Questions—Executive Compensation in the Era of Pay for Performance." *Notre Dame Law Review* 75: 271–308.

Yermack, David. 1995. "Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?" *Journal of Financial Economics* 39: 237–269.

———. 1996. "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors." *Journal of Financial Economics* 40: 185–211.

———. 1997. "Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements." *Journal of Finance* 52: 449–477.

Zald, Mayer N. 1969. "The Power and Functions of Boards of Directors: A Theoretical Synthesis." *American Journal of Sociology* 75: 97–111.